Yıl: 20 Sayı: 58 Nisan 2012 3 Aylık Ekonomi ve Düşünce Dergisi www.e-musiad.com ISSN-1303-7501



ÇERÇEVE

MÜSTAKİL SANAYİCİ ve İŞADAMLARI DERNEĞİ

Verimli Kalkınma İçin Finansal Perspektif

SÖYLEŞİ: İbrahim Turhan, Vedat Akgiray, Melikşah Utku, Osman Kaşıkçı, Hayrettin Karaman

MAKALE: Özgür Pehlivan, Doç. Dr. Mustafa Kemal Yılmaz, Korhan Eryılmaz, Av. Yard. Doç. Dr. Ahmet Keşli, Dr. Eralp Polat, Emre Koçaker, Yard. Doç. Dr. Ferhat Sayım, Murat Boylu, Erkan Özgüç, Ömer Faruk Kanca, Murat Haholu, Hakan Gülelçe, Prof. Dr. Burak Arzova, Çetin Ali Dönmez, Ahmet Cedimağar, Müge Atasoy, Erdem Köşker, Hasan Sarıçiçek, Erhan Eren, Necdet Şensoy

HABERLER: Venture Capital, Girişim Sermayesi, Finansman Temininde Muhasebenin Önemi, Alternatif Finansman Yöntemleri, Yatırım Aracı Olarak Altın



ISSN-1303-7501


MÜSİAD

ÇERÇEVE
MÜSTAKİL SANAYİCİ ve İŞADAMLARI DERNEĞİ

Yıl: 20 Sayı: 58 Nisan 2012

MÜSİAD Adına Sahibi
Ömer Cihad VARDAN
Araştırmalar ve Yayından Sorumlu
Genel Başkan Yardımcısı
Mehmet DEVELİOĞLU
Genel Yayın Yönetmeni
Ergun KONT
Sorumlu Yazı İşleri Müdürü
Hüseyin KAHRAMAN
Yayın Kurulu
Mehmet YALÇINTAŞ, Prof. Dr. Selim ZAİM, Doç. Dr. Ali Resul USUL, Yard. Doç. Dr. Kahraman ARSLAN, Yard. Doç. Dr. Nihat ALAYOĞLU, Dr. Hüseyin ÇIRPAN, Dr. Hatice KARAHAN, Haluk İMAMOĞLU, Hüseyin ÖZTÜRK, İsmail ŞEN, Şefik MEMİŞ, Ekrem ŞAHİN, Kemal ÇİFTÇİ, Ensari YÜCEL, Aslan ÖZDEMİR, Zehra TAŞKESENLİOĞLU, Yavuz TÜRK, Serkan YÜKSEL, Burcu TANIDIR
Danışma Kurulu
Dr. Melike GÜNYÜZ
İsrafil KURALAY
Melikşah UTKU
Erhan ERKEN
Hayati BAYRAK
Nurullah ÖZTÜRK
Grafik Tasarım
Sarnıç İletişim
Tel: 0212 216 85 15
www.sarnic.com.tr
Baskı
Mavi Ofset Basım Yayın Tic. San. Ltd. Şti.
Organize Sanayi Bölgesi, Eskoop Sanayi Sitesi,
C1 Blok No: 25 34670 İkitelli - İstanbul
Tel: +90 (212) 549 25 30 (pbx)
Yayın Türü
3 Aylık, Yerel, Süreli Yayın
Genel Merkez
Sütlüce Mah. İmrahor Cad. No:28 Beyoğlu / İstanbul
Tel: 0212 222 04 06 Faks: 0212 210 50 82

ŞUBELER

ADANA
Tel : 0322 352 95 12
Faks : 0322 352 92 13
AKSARAY
Tel : 0382 212 36 33
Faks : 0382 212 36 55
ANKARA
Tel : 0312 212 22 02
Faks : 0312 215 15 95
ANTALYA
Tel : 0242 321 41 41
Faks : 0242 311 14 15
BANDIRMA
Tel : 0266 714 59 33
Faks : 0266 714 05 96
BATMAN
Tel : 0488 213 50 88
BURSA
Tel : 0224 256 54 43
Faks : 0224 256 54 45
DENİZLİ
Tel : 0258 263 21 21
Faks : 0258 263 50 00
DİYARBAKIR
Tel : 0412 223 91 29
Faks : 0412 224 29 28
DÜZCE
Tel : 0380 523 15 24
Faks : 0380 523 20 94
ELAZIĞ
Tel : 0424 238 81 66
Faks : 0424 238 87 30
ERZURUM
Tel : 0442 213 12 65
Faks : 0442 213 12 66
ESKİŞEHİR
Tel : 0222 220 86 80
Faks : 0222 220 88 80
GAZİANTEP
Tel : 0342 215 07 77
Faks : 0342 215 07 79
GEBZE
Tel : 0262 646 32 72
Faks : 0262 646 32 73
HATAY
Tel : 0326 612 06 86
Faks : 0326 612 06 96
İNEGÖL
Tel : 0224 713 23 80
Faks : 0224 713 76 02
İZMİR
Tel : 0232 489 08 00
Faks : 0232 489 15 36
KAHRAMANMARAŞ
Tel : 0344 224 10 11
Faks : 0344 224 10 11
KAYSERİ
Tel : 0352 320 75 45
Faks : 0352 330 01 61
KDZ. EREĞLİ
Tel : 0372 323 73 73
Faks : 0372 323 98 00
KOCAELİ
Tel : 0262 324 99 02
Faks : 0262 324 99 04
KONYA
Tel : 0332 320 65 00
Faks : 0332 320 87 00
MALATYA
Tel : 0422 324 13 31
Faks : 0422 323 75 91
MARDİN
Tel : 0482 212 67 32
Faks : 0482 212 67 32
MERSİN
Tel : 0324 328 87 22
Faks : 0324 328 70 93
RİZE
Tel : 0464 213 12 80
Faks : 0464 213 15 80
SAKARYA
Tel : 0264 279 85 37
Faks : 0264 273 86 39
SAMSUN
Tel : 0362 233 41 41
Faks : 0362 230 47 18
SİVAS
Tel : 0346 225 57 58
Faks : 0346 225 57 58
ŞANLIURFA
Tel : 0414 313 57 45
Faks : 0414 315 64 49
TRABZON
Tel : 0462 322 16 10
Faks : 0462 322 16 12
VAN
Tel : 0432 216 36 11
Faks : 0432 216 36 13

Ergun Kont

MÜSİAD Araştırmalar ve Yayın Komisyonu Başkanı

Değişen Küresel Risk Algısı

Değerli Okurlarımız; size ulaştırmayı başardığımız *Çerçeve* dergimizin 58. sayısında sermaye piyasası araçlarını tanımak üzere finansal piyasaları ele aldık.

Finansal piyasalar konusunda bilinçlenmenin gündeme taşındığı son dönemde bu sayımızın sürece önemli katkı sağlayacağını ümit ediyoruz. Uluslararası ve ulusal finans piyasaları, işadamları olarak bizlerin iyi tanıması ve doğru değerlendirmesi gereken bir alandır. Üretimin temel girdilerinden biri olan sermayenin işleyişi ve alternatif sermaye bulma yöntemleri konusunda yeterli bilgi sahibi olmamız son derece önemlidir.

Ülkemiz, son yıllarda gerçekleştirdiği büyüme hamlesi ile birlikte uluslararası piyasalarda daha önemli bir konuma geldi. Özellikle küresel risk algısının da bozulmasıyla birlikte uluslararası fonlar kendisine yeni piyasalar aramaktadır. Ülkemiz sürdürülebilir büyümeyi sağlamak hedefiyle bu alternatif piyasalardan biri olmaya en önemli adaydır. Ancak bu süreçte ülkemizi önemli sorumluluklar da beklemektedir. Geçtiğimiz yıllarda finansal piyasalarda oluşan olumsuzlukların dünya ekonomisinde nasıl krizlere sebep olduğuna şahit olduk. Finansal piyasaların mevcut işleyişinin gelir dağılımındaki adaletsizliği artırdığı, çeşitli spekülatif işlemler ile haksız kazançlara yol açtığı ve mevcut finansal sistemin adil piyasa koşullarını bozduğu eleştirileri güncelliğini korumaktadır.

Ülkemizin sürdürülebilir kalkınma için, uluslararası fonlar aracılığı ile yatırım projelerine yönelik gerekli finansmanı sağlaması son derece önemlidir. Finansal araç çeşitliliği ve altyapının iyileştirilmesi ve güçlendirilmesi ile bu fonlar için ülkemizi cazip hale getirmek gerekmektedir. Bu anlamıyla, yeni Türk Ticaret Kanunu, işletmelerimizin alternatif finansman araçlarına erişimi adına önemli bir rol üstlenecektir.

Küresel finansal sisteminin yeniden tasarlanmaya ve düzenlemelere açık olduğu ve küresel sermayenin kendine adeta sığınacak bir liman aradığı ortamda, Türkiye finansal altyapısını en hızlı şekilde reformdan geçirerek, uluslararası bir finans merkezi olma hedefine adım adım ilerlemelidir. Bu adımlarla başlayacak maratonun sonunda inanıyoruz ki Türkiye 22. yüzyıla dünyanın en güçlü ülkesi olarak girecektir.

Türkiye, bu değişimi gerçekleştirirken aynı zamanda var olan küresel sistemlerin eleştirilen yönlerini tamir ederek daha paylaşımcı ve adaletli bir finansal yapının inşasında önemli bir misyon üstlenmek durumundadır. Sahip olduğu değerler etrafında yeniden yapılanacak Türk finans sisteminin sadece bölgesine değil, bütün dünyaya daha sağlıklı bir alternatif sunacağından hiç şüphemiz yoktur.

Ancak bunun için ülkemizde, öncelikle finansal sistemde doğru ve etkin finans araçlarının belirlenmesi ve düzenlenmesi gerekir.

Ülkemizin ve insanlığın refahını artıracak daha etkin bir finansal sistemin ülkemizde tesis edilmesine yayınımızın da katkı sağlamasını ümit ediyoruz.

Küresel finansal sisteminin yeniden tasarlanmaya ve düzenlemelere açık olduğu ve küresel sermayenin kendine adeta sığınacak bir liman aradığı ortamda, Türkiye finansal altyapısını en hızlı şekilde reformdan geçirerek, uluslararası bir finans merkezi olma hedefine adım adım ilerlemelidir. Bu adımlarla başlayacak maratonun sonunda inanıyoruz ki Türkiye 22. yüzyıla dünyanın en güçlü ülkesi olarak girecektir. Türkiye, bu değişimi gerçekleştirirken aynı zamanda var olan küresel sistemlerin eleştirilen yönlerini tamir ederek daha paylaşımcı ve adaletli bir finansal yapının inşasında önemli bir misyon üstlenmek durumundadır. Sahip olduğu değerler etrafında yeniden yapılanacak Türk finans sisteminin sadece bölgesine değil, bütün dünyaya daha sağlıklı bir alternatif sunacağından hiç şüphemiz yoktur.

Küresel Rekabette Zirveye Oynamak

Ömer Cihad Vardan

Genel Başkan
MÜSİAD



Türkiye genç ve dinamik nüfusu, nitelikli işgücü, jeopolitik avantajları, hızlı büyüyen ve gelişen ekonomisi, kültürel ve tarihsel birikimi ile son yıllarda önemli bir değişim geçiriyor. Türkiye ekonomisi ise, bütün finans çevrelerinde küresel krizin etkileri en ağır biçimde hissedildiği bir ortamda büyümesini devam ettiriyor.

Bu önemli dönem içerisinde, Türkiye yakaladığı yüksek performansı ile tüm dünyadan ayrışarak öne çıktı. Daha önceleri söz sahibi olamadığı, etkinliğini gösteremediği birçok alanda yeni hedefler koyar hale geldi.

Elbette, son yıllarda yakalanan bu başarıların altında ülkemizin özel sektörünün de çok ciddi katkıları yatmaktadır. Özellikle, Anadolu girişimcilerinin cesaretlerini kazanması, yeni pazarlara açılma istekleri, girişimci ruhları Türk iş dünyasının tüm dünyayı bir pazar olarak görmesini sağlamıştır. Ancak bu açılım, işletmelerimizin rekabet güçlerini bir an önce artırmaları gerekliliğini de göz önüne sermiştir.

Başta kurumsallaşma, ürün çeşitliliğini artırma, yeni pazarlarda var olabilme ve en önemlisi öz sermayenin artırılması ile mümkün olabilecek ölçek büyütme ilk sırada sağlanması gereken kriterler olarak görülmektedir. İç pazardan dış pazara açılımda, rekabeti küresel düzeyde yaşamaya başlayınca işletmelerimizin karşılaştığı en büyük sorunun yeterli finansmanlarının olmayışı çok net olarak tespit edilmektedir.

Bu sebeple, öz sermayeleri yetersiz olan işletmelerin en ucuz ve kolay şekilde finansmana erişebilmeleri nasıl sağlanmalıdır, sorusuna cevap bulmak gerekir. Şirket birleşmeleri, şirket evlilikleri, ortaklıklar, halka arz, gayrimenkule dayalı finansman gibi bir dizi enstrüman, işletmeler için sermaye sağlayacak araçlar olarak sıralanabilir. Ancak, her şeyin rekabete dayalı olduğu bir ortamda finansmana erişim maliyetleri ve etkinliği de o finansmanın faydasını doğrudan etkilemektedir.

Böyle bir konjonktürde, ülkemizin yurtdışından gelecek doğrudan yabancı yatırımlara ihtiyacı olduğu bilinciyle gerekli altyapının sağlanması ve finansal piyasaların derinleştirilmesi de bir diğer önemli husus olarak karşımıza çıkmaktadır. Gelişmiş finans piyasalarının oluşturulması, finansal ürün çeşitliliğinin sağlanması, hizmet ve uygulama kalitesinin artırılması, ülkemizin finans piyasaları için güvenilir sağlam bir liman haline gelmesi için atılması gereken elzem adımlardır.

Küresel ortamın ülkemize sunduğu birçok fırsatın değerlendirilmesi gereken önemli bir süreçten geçiyoruz. Politika yapıcılardan özel sektöre kadar, ilgili tüm paydaşlar tarafından belirlenmiş 2023 hedefleri, bu sürecin en etkili şekilde kullanılabilmesini sağlayacaktır. Ancak hedefler kadar eylem planlarının da net olması başarı için gereken bir diğer unsurdur. Özellikle, iç tasarrufların artırılması, yatırımcı tabanının geliştirilmesi, finansmana en uygun şekilde ulaşılması ve finans çeşitliliğinin sağlanması, hedeflerimize ulaşmamıza katkı sağlayacaktır.

Biz de bu çalışmamızda, işletmelerimize finansman yelpazesindeki çeşitliliği sunacak, finansmana kolay erişim yollarını gösterecek bir perspektif çizmeye çalıştık. Bu sayımızın, üyelerimize ve ülkemizin finansal piyasalarının gelişmesine katkı sağlayacağını umut ediyorum.

Bu vesileyle, 19 Nisan 2008 tarihinde başladığım MÜSİAD Genel Başkanlık görevini, kısmet olursa, 28 Nisan 2012 tarihinde gerçekleştireceğimiz MÜSİAD 21. Olağan Genel Kurulu ile birlikte tamamlamış olacağımı da sizlerle paylaşmak istiyorum. Bu süre zarfında, MÜSİAD bayrağını aldığımız noktadan daha ileriye götürmek amacıyla ekip arkadaşlarımla birlikte tüm gayretimizle çalıştık. Hepsine buradan ayrı ayrı teşekkür ediyor, hizmetlerimizin siz değerli üyelerimizin nezdinde de olumlu görüleceğini umut ediyorum. Görevde bulunduğumuz süre içerisinde, bu camiaya hizmet etmekten büyük bir şeref ve gurur duyduğumuzu, ülkemize bir katkı sağlamanın ana gayemiz olduğunu bilmenizi isterim. Son olarak, sizlerden haklarınızı helal etmenizi rica ediyorum. Benden yana varsa, ben de haklarımı helal ediyorum. Hepinizi Allah'a emanet ediyor, saygılarımla selamlıyorum.

Vedat Akgiray ile Söyleşi
"Türk ekonomisi 500-600 milyar dolarlık bir sermaye piyasası yatırımı yapacak kaynağa sahip"



Söyleşi: Serkan Yüksel

Sermaye piyasası araçları nelerdir? Bu araçlardan hangiler risk içermektedir, hangileri risk içermemektedir? Sermaye Piyasası Kurulu'nun görevi nedir?

Sermaye piyasası araçları para ve çek senetleri dışında kalan bütün varlık değişim araçları kapsamına girer. Bu araçları listeleyecek olursak; hisse senetleri, pay senetleri ve buna dayalı enstrümanlar, tüm borçlanma araçları (tahvil bono ve türevleri), menkul kıymetleştirilmiş finansal enstrümanlar (varlığa dayalı menkul kıymetler, sukuk), tüm türev araçları (vadeli kontratlar, swap kontratları) sermaye piyasası enstrümanlarıdır. Alım satımın olduğu durumlarda risk söz konusudur. Alacağınız bir ürünün taahhüt edilen ürün olmama olasılığı bile bir risktir.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun (SPK) görevi, hangi enstrümanların, hangi düzenlemelerle piyasalarda yatırımcıların hizmetine sunulacağının belirlenmesidir. Fonksiyonel olarak şu anda Türkiye'deki yapılanmada ticari bankacılık dışındaki tüm finansal piyasalar sermaye piyasalarına bağlıdır. Bu bağlamda bir sürü kavramın üst üste geldiğini görebiliyoruz. Örnek verecek olursak, herhangi bir bankanın çıkardığı tahvil, topladığı mevduat, verdiği kredi bankacılık konusuna giriyor ve Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu bütün bunları düzenliyor, ancak hangi fonlar nasıl yönetilecek Sermaye Piyasası Kurulu'nun sorumluluğundadır.

Başka bir deyişle, hisse senedi, tahvil ve türev pazarları

Hisse senedi, tahvil ve türev pazarları ve bu pazarlarda var olan kurumların yatırımcıların uyması gereken kuralları düzenleyen kurum SPK. Dolayısıyla bankacılık dışında tüm finans pazarları SPK'nın denetleme alanına giriyor.

Hisse senedi ile finansmanı yaygınlaştırmaya çalışıyoruz. Hem KOBİ'ler hem de diğer şirketler için son derece önemli. Eğer biz sermaye tabanımızı kuvvetlendirirken dünyadaki oynaklıktan en az etkilenecek düzeye gelirsek, krizlere karşı daha dayanıklı oluruz.

ve bu pazarlarda var olan kurumların yatırımcıların uyması gereken kuralları düzenleyen kurum SPK. Dolayısıyla bankacılık dışında tüm finans pazarları SPK'nın denetleme alanına giriyor.

Sermaye piyasalarındaki oyuncular kimler? Sermaye piyasalarının temel işlevi nedir?

Yatırımcılar tüzel kişiler ya da finansal kurumlar olabilir. Enstrümanların arzını ortaya koyanlar ihraççılar olarak nitelendiriliyor. Ekonomide sermaye piyasaları ve borsalar üç ana vazife gerçekleştirirler. Bunlardan birincisi, firmalar için finansman kaynağı sağlamaktır. Sermaye ihracı ile finansman kaynağı sağlanacaktır. İkinci görevi ise piyasa fiyatlarının oluşmasına yardımcı olmaktır. İhraç edilen ürünlerin hangi değerden işlem göreceği ve fiyatının nasıl oluşacağı sermaye piyasaları içinde gerçekleşiyor. Aslında borsanın temel varlık nedenidir fiyat keşfi. İhraç edilen hisselerin zaman içinde fiyatları belli olur. Fiyatın belirlenmesi için firmayı yatırımcıların tanıması gerekir, sonra firmanın gerçek değeri ortaya çıkar ve serbest piyasa mekanizması içinde fiyatlar zamanla oluşur. Üçüncü görev tahviller gibi uzun vadeli enstrümanları piyasaya sunmak. Yapılan tasarrufların piyasada kullanılması sağlanıyor. Bu enstrümanların az ya da çok hepsi kullanılıyor. İMKB'de firmaların toplam değeri 400 milyar dolardan fazla. İMKB'de aslında 400 milyar dolarlık tasarruf var. Bunun daha da büyümesini istiyoruz.

370'in üzerinde borsada işlem gören firma var. Bu statüde olmayan firmaların sermaye piyasasında kullanabilecekleri araçlar nelerdir? Nasıl kaynak bulabilirler?

Firmalar, borçlanma araçları, tahvil, kira sertifikası gibi enstrümanlar ihraç ederek kaynak bulabilirler. Bunun düzenlenmesi de SPK'nın görevidir. Ancak ülkemizde bu enstrüman çok yaygın olarak kullanılmıyor. Hatta iki yıl öncesine kadar tahvil çıkarmış özel sektör firması yoktu. Sadece son iki yıl içinde onlarca firma tahvil çıkardı. Küresel piyasalarda çokça kullanılan kira sertifikası (sukuk) bizde hiç yoktu. 2 yıl kadar önce gerçekleştirilen mevduat düzenlemeleri ile sukuk kullanımı imkânı sağlandı. Sukuka ilgi giderek artıyor. Özellikle menkul kıymetleştirilmesi kolay metalar için oldukça verimli bir formül sukuk. Ayrıca, özel şirketler tahvil de çıkarabilirler. Çıkarılacak tahvilin hacmi ve sayısı belirlenir ve buna göre işlemler gerçekleşir.

Halka arz seferberliği nedir? KOBİ'ler halka arz seferberliğinden nasıl yararlanabilir? KOBİ'ler halka açılmak isteseler bile bilançoları kötü ve kurumsallaşamamışlar. Ancak halka arz sürecinde mevzuat gereği bu konularda iyileşme kaydetmek durumundalar. Bu konuda görüşleriniz nedir? Kolaylaştırmak hususunda çalışmalarınız var mı?

Dünya son 15 yıldır aşırı borçlanma ile zenginleştiğini zannetti. Borç vadesinde ödenmez ise iflasa kadar giden bir yol açılıyor. Dolayısıyla ticari hayatta borcun da değeri var. Ama özellikle yapılan hata şuydu: Şirketlerin sermaye yapısı kuvvetli değildi. Borcunu iniş çıkışlı kötü günde ödeyemeyecek firmalar borç alabildiler. Kötü günü finansa edecek yedek akçeye ihtiyaç vardı. Biz, aynı hatanın Türkiye'de yapılmaması için uğraşıyoruz. Bu açıdan, hisse senedi ile finansmanı yaygınlaştırmaya çalışıyoruz. Hem KOBİ'ler hem de diğer şirketler için son derece önemli. Eğer biz sermaye tabanımızı kuvvetlendirirken dünyadaki oynaklıktan en az etkilenecek düzeye gelirsek, krizlere karşı daha dayanıklı oluruz.

Batan firmaların nasıl battığına bakmak lazım... İnanıyorum ki birçoğu bankalara olan borçlarını ödeyemediği için battı. Borçlarını ödeyememeleriyle

Batan firmaların nasıl battığına bakmak lazım... İnanıyorum ki birçoğu bankalara olan borçlarını ödeyemediği için battı. Borçlarını ödeyememeleriyle sonuçlanan olaylar nasıl gelişti? Bu süreçlerin know-how'ı oluşturulsa ilginç bir çalışma olur. Dolayısıyla, salt borca dayalı bir büyüme modeli sürdürülebilir bir model değil, özellikle küresel krizin şekillendirdiği bundan sonraki dünyada ise oynaklık giderek artıyor.

Türkiye'nin KOBİ gerçeği var; bizim firmalarımızın % 99'u KOBİ'lerden oluşuyor. Sanayi bölgelerine yaptığımız ziyaretlerde, o bölgelerde gerçekleştirdiğimiz toplantılarda gördüm ki kişiler çok yetenekli, sanat sahibi, çok iyi de iş yapıyorlar, ama nasıl şirketleşeceklerini, nasıl finansman bulacaklarını, işlerini nasıl büyüteceklerini, nasıl önce ulusal sonra da uluslararası bir firma olacaklarını bilmiyorlar.

sonuçlanan olaylar nasıl gelişti? Bu süreçlerin know-how'ı oluşturulsa ilginç bir çalışma olur. Dolayısıyla, salt borca dayalı bir büyüme modeli sürdürülebilir bir model değil, özellikle küresel krizin şekillendirdiği bundan sonraki dünyada ise oynaklık giderek artıyor.

Aslında yeni Türk Ticaret Kanunu sizin bahsettiğiniz şirketlerin sermaye yapısını güçlendirmeye yönelik hazırlandı. Fakat bunun gerçekleşmesi için kurumsallaşma, bilançolarının düzeltilmesi, şeffaflaşma vb. gibi süreçleri geçmemiz gerekiyor. Bunları en az kayıpla atlatmalıyız. Bu süreci geçerken KOBİ'lerin hatta büyük ölçekli işletmelerin, ayakta kalabilmek için gereken gücü, bilançoyu ortaya koyabilmelerini sağlayacak hangi alternatif yolları kullanabilirler?

Türkiye'de büyük firmalar var ama bölgesel güce sahip olan birkaç firma dışında dünya markası olabilmiş bir firma yok. Var olan yapı ile uluslararası marka kazanmamız çok zor görünüyor. Global devlere baktığımızda, hepsi sermaye piyasalarında büyümüş olan firmalar. Bugün dünya devi olup da halka açık olmayan en fazla 5 tane şirket bulabiliriz. Dünyanın en büyük zenginleri de, yeraltı kaynakları ve menkul zengini değiller ise eğer, mutlaka halka açılmış firmaların ortaklarıdır. Dolayısıyla bizim büyük firmalarımızın daha da büyüyerek kabuklarını kırmaları için kurumsallaşmaya, sermaye piyasalarının nimetlerinden daha fazla faydalanmaya, kısacası bu kültüre alışmaya çabalamaları lazım. Bir de Türkiye'nin KOBİ gerçeği var; bizim firmalarımızın % 99'u KOBİ'lerden oluşuyor. Sanayi bölgelerine yaptığımız ziyaretlerde, o bölgelerde gerçekleştirdiğimiz toplantılarda gördüm ki kişiler çok yetenekli, sanat sahibi, çok iyi de iş yapıyorlar, ama nasıl şirketleşeceklerini, nasıl finansman bulacaklarını, işlerini nasıl büyüteceklerini, nasıl önce ulusal sonra da uluslararası bir firma olacaklarını bilmiyorlar. Sermaye gerekli, bunun için evi ipotek ettiriyor, yakınların altınlarını istiyor veya tanıdık bölge müdürü varsa bankadan kredi çekmeye çalışıyorlar; oysa bu yöntemler ile işi büyütmek mümkün değil. Dolayısıyla bizim KOBİ'lerimizin, sermaye piyasalarına, borsalarımıza gelmeleri şart. Gelsinler, 1 milyon liralık halka arz yapsınlar. KOBİ'lerimize sermaye piyasalarının kapılarını açarsak, onların içinden küresel düzeyde firmalar çıkacaktır. Biz bu kapıyı açmazsak küresel firmalarımızın oluşması mümkün değil.

Ancak sadece bankadan borçlanarak fon bulmak da doğru bir yöntem değil. Yoğun emeklerle büyütülen firmaların borç yüküyle hareket etmeleri doğru sonuçlar doğurmayabilir?

Burada bir düzeltme yapmakta fayda var; sırf bankacılığa dayalı büyüme modeli tabi ki doğru değil. Bankaların varlığı ekonomi için tabii ki gerekli; hatta bankalarımızda daha büyük olmalı, sadece kredi mevduat sarmalına dayalı modeli doğru bulmuyoruz. Sermaye piyasalarının kuvvetli olması, firmalarımızın sermaye yapısının kuvvetli olması bankalarımız için de bir artı değer çünkü onların verecekleri krediler daha sağlam yerlere gidecek. Bu modelde herkes kazançlı çıkacak. Bir firma halka arz yaparsa para bankacılıktan çıkıyor, başka yere

Türkiye'de büyük firmalar var ama bölgesel güce sahip olan birkaç firma dışında dünya markası olabilmiş bir firma yok. Var olan yapı ile uluslararası marka kazanmamız çok zor görünüyor. Global devlere baktığımızda, hepsi sermaye piyasalarında büyümüş olan firmalar. Bugün dünya devi olup da halka açık olmayan en fazla 5 tane şirket bulabiliriz. Dünyanın en büyük zenginleri de, yeraltı kaynakları ve menkul zengini değiller ise eğer, mutlaka halka açılmış firmaların ortaklarıdır. Dolayısıyla bizim büyük firmalarımızın daha da büyüyerek kabuklarını kırmaları için kurumsallaşmaya, sermaye piyasalarının nimetlerinden daha fazla faydalanmaya, kısacası bu kültüre alışmaya çabalamaları lazım.



gidiyor gibi bir şey söz konusu olmayacak. Hisse senedi satılınca ele geçecek para tekrar bankaya yatırılacak. Böyle olunca da birbirinin yerine geçmiyor, aynı parayla daha çok iş görülmüş oluyor.

Peki, tahvil basmak ve bunu menkul değer haline getirerek ihraç etmek kolay bir iş midir? Bunu hangi ölçekli firmalar yapabilir? Bunun şartları nelerdir?

Tahvil basmak oldukça kolaydır ve tüm firmalarımız yapabilir. Birçok şartı var ancak önemli olan şu: Halka açık olmayan özel bir firma olduğumuzu ve halka arz için tahvil çıkarmak istediğimizi varsayarsak, buradaki en önemli nokta firmanın kendisini doğru tanıtmasıdır. Piyasaya ve muhtemel yatırımcılara doğru bilgiyi verirsek, (izahname ve benzer yöntemler ile) ne kadar iyi bir firma olduğumuzu, risklerimizin ne olduğunu doğru şekilde belirttiğimiz takdirde gerisi bürokratik işlemlerden ibarettir. Mesela birinin kumarhanesi var, oldukça riskli bir iş ve bu kişi 3 tane okulu olduğunu ve parayı oraya yatıracağı gibi bir yanlış beyanda bulunuyor, bu durumda tahvil basmak mümkün olamaz. Benim kumarhanem var, çok risklidir ve riskler de şunlardır denilmeli. SPK'nın görevi, doğruyu söylettirmek. Doğru bilgi, iyi ahlak ve dürüstlük sermaye piyasalarının kanıdır ve hatta çoğu zaman sermaye derinliğinden daha da önemlidir. Tahvil çıkarmak isteyen bir firma, bir aracı kurumla görüşüp, teknik detayları hakkında bilgi edinerek bu işe girebilir. Bu firma güvenilir midir, bu borcu ödeyebilir mi sorularının cevaplarını verebilmek lazım, önemli olan doğru bilgiyi vermektir.

Aracı kurumların bu çıkarılan tahvilleri satma hakkı var mı acaba?

Evet, var. Birçok aracı kurum satış gerçekleştiriyor. Bankalar da sürekli yapıyor. Temelde yatırımcılar firmaya güvenmeli, daha da önemlisi firmanın sahibi olan kişiye güvenmesi gerekiyor, piyasaların sağlıklı işlemesinde temel esas budur. Mesela benim param var, karşımdakinin şirketi var, benden borç istiyor. 'Olur, borç vereyim ama para kazanıyor musun, yatırım yapacak mısın, parayla ne yapacaksın?' gibi sorulara vereceği cevaplarla güven uyandırmalı.

SPK'nın görevi, doğruyu söylettirmek. Doğru bilgi, iyi ahlak ve dürüstlük sermaye piyasalarının kanıdır ve hatta çoğu zaman sermaye derinliğinden daha da önemlidir. Tahvil çıkarmak isteyen bir firma, bir aracı kurumla görüşüp, teknik detayları hakkında bilgi edinerek bu işe girebilir. Bu firma güvenilir midir, bu borcu ödeyebilir mi sorularının cevaplarını verebilmek lazım, önemli olan doğru bilgiyi vermektir.

Rusya'nın ikinci büyük bankası 1 milyar dolarlık tahvil çıkartıyor, Türkiye'de satmak amacıyla. Eminim ki satacak ve Türk yatırımcılar Rus tahviline 1 milyar dolar para yatıracak. Rusya, Türkiye'de para olduğunu gördüğü için geliyor. Biz hep dışarıdan para gelsin diyoruz ama bizde de para var aslında. Diyelim ki 100 kişi var piyasada ve her birinin 1 lirası var, toplamda 100 liralık tasarruf var. Bunların yarısı kısa vadeli düşünüp 1 yıllığa yatırıyor diyelim, diğer yarısı 2 yıllığa yatırsa % 50 artmıyor, 2 misli artıyor. Aynı parayı likit bir piyasada 10 yıllık tasarrufla bağlasak tasarruf miktarımız 10 misli artacak. Aynı toplam parayla, vadeli olarak 10 misli tasarruf sağlamış oluyoruz. Tasarrufu artırmak demek, tasarruf yapılan para miktarını artırmak demek değil, insanlara kısa vadeli tasarruflarını uzun vadede kullanma imkânı vermek demektir.

Çok küçük ölçekli bir şirket mesela, İMES'te plastik üretimi yapan bir şirket, bunu yapıp doğru tanıtım da yaparsa sonuç alabilir mi? Alıcıların kimler olması beklenir?

Tabii ki alabilir. Alıcılar, parası olan, tasarruf sahibi herkes olabilir. Türkiye ekonomisinin büyüklüğü resmi rakamları bir kenara koyarsak, aşağı yuları 1 trilyon dolardır. Benzer ekonomilere bakarsak, Türkiye'de 1 trilyon dolarlık sermaye piyasasının olması lazım, bizde bunun 1/3'ü var. Demek ki bizim ekonomimiz 500-600 milyon dolarlık bir sermaye piyasası yatırımı yapacak kaynağa sahip, ama o kanalları anlatıp insanlara sunmak gerekli.

Kendini doğru tanıtmış ve artık Türkiye'de marka olmuş bir firma tahvil ihraç etmeye, satmaya kalksa herkes alır. Ama alıcılar, İMES'te faaliyet gösteren, ismini hiç duyurmamış bir firmanın tanıtımını okuyacak ve bilançolarını inceleyecek ve bu firmanın tahvilini de almak isteyecek. Bu biraz zor değil mi?

Aslında bu imkânı sağlamak amacıyla borsalar var. Büyük firma sahipleri de zamanında küçük firma işletiyorlardı. Bunu unutmamak lazım. Küçük bir firma kurarak başladı ama bankadan borç alarak işini büyütmedi. Kazandı ve sermaye yaptı, sermayesini büyüterek gitti. O zamanlar borsa falan yoktu, olsaydı eminim ki çok önceden girerdi. Bir de şu yönü var: İnsanlar bir şeyi yapmadan, denemeden olup olmayacağını bilemezler. Mesela İMES'te küçük firmalardan 10-15 tanesi bir araya gelir, paket olarak çıkartıp hasılatı paylaşabilirler, bu da mümkün.

Türkiye'de son 5 yılı bir kenara koyarsak, 90'lı yıllar finansal piyasalar açısında kayıp yıllardır. Düşünün ki bu ülkede, devlet tahvili yıllarca dolar bazında % 20-30 reel faiz verdi. Yani sabahtan akşama kadar hiçbir iş yapmadan sadece faiz geliri ile geçinmek mümkündü. Bu rahatlıkta kim sanayici olur, kim sermaye piyasasına girer? Böyle bir tarihi dönem yaşandı ve ülkemiz için çok büyük kayıp oldu. O günlerde faiz ile beslenenler bu tembelliğe alışmışlar. Fakat 4-5 yıldır faizler tek haneye düştü, dünya duvara çarptı -iyi ki de çarptı-, Türkiye'de ilk defa sermaye piyasalarını büyütmeye uygun genel bir ortam oluştu. 100 yıllık tarihimizde ilk defa gerçekleşti bu durum. Dolayısıyla bu, bizim için tarihi bir fırsattır. Biz bugün İMKB, diğer borsalarımız, sermaye piyasalarımız, enstrüman çeşitliliği ile hızla gelişme kaydetmeliyiz. Eğer hızlı gidersek, Türkiye'nin son yıllarda parlayan yıldızı gün geçtikçe daha çok parıldayacak. Büyümemizin yavaşlaması ve cari açık sorunu gibi tartışmalar var. Sermaye piyasalarımız istediğimiz gibi ilerlerse 70 milyar dolar cari açık sorun olarak göz önünde durmayacaktır.

Borsamızı geliştirmek istiyoruz ancak fiyatlama sistemlerimizi de yurtdışından ihraç ediyoruz. Bu fiyatlama sistemleri kendi risk yapımıza göre, ülke makro değişkenlerine göre dizayn edilmiyor, başka borsa sistemlerinin yapısına göre uyarlanıyor. Borsa faaliyetlerini geliştirmek açısından bu konuda ne yapılmalı?

Daha fiyatlama sistemlerine sıra gelmeden biz bu zamana kadar hisse senedi opsiyonları İzmir'de mi olsun yoksa İstanbul'da mı olsun tartışmalarını gördük. Ama artık bu sene hisse senedi opsiyonları, faiz türevleri ve diğer egzotik veya normal tip opsiyonlar işlem görecek. Bunlar olmadığı sürece, bizim iş hacmimizin bir kısmı maalesef Londra'ya kaçacaktır. Öyle günler oluyor ki, İMKB'deki toplam işlem hacminin % 30-40'ı kadarı Londra'da serbest platformlarda Türk kâğıtlarında yapılıyor. Buradaki problem risk yönetme araçlarının eksikliğinden veya

yokluğundan kaynaklanıyor. Ürün çeşitliliğini kesinlikle geliştirmemiz lazım. Rusya'nın ikinci büyük bankası 1 milyar dolarlık tahvil çıkartıyor, Türkiye'de satmak amacıyla. Eminim ki satacak ve Türk yatırımcılar Rus tahviline 1 milyar dolar para yatıracak. Rusya, Türkiye'de para olduğunu gördüğü için geliyor. Biz hep dışarıdan para gelsin diyoruz ama bizde de para var aslında. Diyelim ki 100 kişi var piyasada ve her birinin 1 lirası var, toplamda 100 liralık tasarruf var. Bunların yarısı kısa vadeli düşünüp 1 yıllığa yatırıyor diyelim, diğer yarısı 2 yıllığa yatırsa % 50 artmıyor, 2 misli artıyor. Aynı parayı likit bir piyasada 10 yıllık tasarrufla bağlasak tasarruf miktarımız 10 misli artacak. Aynı toplam parayla, vadeli olarak 10 misli tasarruf sağlamış oluyoruz. Tasarrufu artırmak demek, tasarruf yapılan para miktarını artırmak demek değil, insanlara kısa vadeli tasarruflarını uzun vadede kullanma imkânı vermek demektir. Bu da sermaye piyasalarını zenginleştirmekten ve çeşitlendirmekten geçiyor. Buradaki tasarruf, maaşının kullanmadığın kısmını kenara koymak değil, maaşının tasarruf ettiğin az kısmını ne kadar uzun vadeye yayarsan o kadar çok insan senin paranı kullanmış olacak ve tasarruf oranı artmış olacak. Zaman değişkeniyle çarpıldığında bu görülüyor.

Türkiye'de çok fazla işletme, kira getirisi olan gayrimenkule sahip olmasına rağmen bunu bir finansman aracı olarak kullanmıyor. Bu noktada neler yapılabilir?

Sukuk için "kira sertifikası" tanımı insanları yanlış yönlendiriyor. Sukukta bir kira olması gerekmiyor, düzenli bir gelir üreten herhangi bir varlık, kira getiren bir gayrimenkul de olabilir veya portföydeki bir alacak da olabilir, bütün bunlar sukuka mevzu olabilir. O varlığa dayalı bir sukuk ihracı yapılabilir, illa ki aylık kira getirisi olması gerekmiyor.

Herhangi bir bankayla 10 yıllık bir hizmet sözleşmemiz var ve her yıl bu sözleşmeye binaen bir hizmet gelirimiz varsa, biz bunu sukuk için kullanabilir miyiz?

Tabii ki, bu bir varlık olur ve değerlendirilir. Bir sanayi ve ticaret firması olduğumuzu ve alacaklarımız olduğunu varsayalım, alacakları menkul kıymetleştirip sukuk paketine koyabiliriz.

Normalde gayrimenkulden sağlanan kira getirisine göre fazla risk içermiyor mu?

Sukukun diğer tahvilden farkı şu: Sukukun birebir ilişkilendirildiği bir varlık var. Bu varlık fiziki bir varlık da olabilir, finansal bir varlık da. Kötü günde, o varlığın kendi değeri işin teminatı oluyor. O yüzden standart borçlanma araçlarına göre alıcı için çok daha az riskli bir enstrümandır. Bir firma normal bir tahvil çıkarsa ve ödeyemezse, hukuki yollara başvurulacak, o tahvilin birebir ilişkilendirildiği bir varlıkta hak iddia edecek. Ama sukukta böyle bir durum söz konusu değil. Anlaşmada deniyor ki: "Ben bu binalarımı, bu alacaklarımı veya bu hizmet sözleşmelerimi, yani tüm hak ve menfaatlerimi sana temlik ediyorum, buna karşılık ben bunu çıkartıyorum. Eğer ödeyemezsem bunlar senindir." Bu anlaşma, toplam riski azaltan, yatırımcıya güven veren bir durumdur. Bir de aracı şirketler var: Varlık kiralama şirketi. O varlık bu şirkete devrediliyor ve varlığın ana şirketle bir bağlantısı kalmıyor, ana firmanın cambazlık yapma ihtimali de ortadan kalkıyor. Eminim ki Körfez'den ve başka bölgelerden Batı Avrupa dahil, Türk sukukuna çok talep gelecektir, özellikle Uzakdoğu'dan talep geleceğini zannediyorum.

Bankaya yatırılan para mı yoksa sukuk mu daha fazla risk taşıyor?

Sukuk daha az risklidir.

Getirisi olmayan ama gayrimenkulleri olan şirketlerin kullanabileceği bir enstrüman var mı?

Gayrimenkul, menkul kıymetleştirebilir. Bir gayrimenkul yatırım ortaklığı kurabilir. Yakında, "Gayrimenkul Yatırım Fonu" yolunu açmayı planlıyoruz. Diyelim ki bir inşaat firması veya gayrimenkul firmasıyız ve projelerimiz var, projeyi fon olarak paketliyorsun ve sırf o projeye müteallik sırf onunla birebir ilişkilendirilmiş tahvil çıkartıyorsun,

Birkaç sene önce Cumhurbaşkanı OSTİM'e gittiğinde tornacılık ile uğraşan iki kişi ile görüşüyor, "Mayın Temizleme Robotu" yapmışlar, gayet de güzel çalışıyor. Bu işi yapıyorlar ama bir fabrika lazım, yer lazım. Ülkemizin böyle bir cihaza ihtiyacı var, hazır pazar, nasıl yapılacağını bilen de iki kişi var. Bu proje bana anlatılsa ve param olsa şahsen ben bu firmaya ortak olurdum.

sukuk da olabilir başka bir şey de. Oranın tüm geliri aradaki Varlık Kiralama Şirketi'ne taalluk ediyor. Firma karar verip çalışmasını yapıp bize geldikten sonra biz 1 ay içerisinde tüm bürokrasi işlemlerini halletmeye söz veriyoruz. Çok hızlı hareket edilebiliyor ve ayrıca burada toplantılar yapılıyor.

Bahsettiğiniz araçlar dışında KOBİ'lerin kullanabileceği başka enstrüman var mı?

Bu araçları gayrimenkulü olan, sağlıklı bilançoya sahip veya iyi bir fikri olan firmalar kullanabilirler. İMKB'de birkaç tane farklı pazar var; ulusal pazar, ikinci ulusal pazar ve bir de GİP (Gelişen İşletmeler Piyasası) var. Mesela 1. Ulusal Pazar'a girmek için son 2-3 yıl kâr etmiş olunmalı ama GİP'e girmek için böyle bir şart yok. Hep zarar etmiş olsan da GİP'te halka arz yapabiliyorsun. Birkaç sene önce Cumhurbaşkanı OSTİM'e gittiğinde tornacılık ile uğraşan iki kişi ile görüşüyor, "Mayın Temizleme Robotu" yapmışlar, gayet de güzel çalışıyor. Bu işi yapıyorlar ama bir fabrika lazım, yer lazım. Ülkemizin böyle bir cihaza ihtiyacı var, hazır pazar, nasıl yapılacağını bilen de iki kişi var. Bu proje bana anlatılsa ve param olsa şahsen ben bu firmaya ortak olurdum. Küçük firmalara fikirlerini anlatabilmeleri için imkân vermemiz lazım. Borsa ekranına girmeleri lazım. İşlem de görmeseler önemli değil, kanal açık olsun. Ayrıca GİP'te, KOSGEB, KOBİ'lerin halka arz masraflarının % 90'ını karşılıyor hibe şeklinde. Normal firmaların çok daha fazla masrafla yapabilecekleri işi, KOBİ'ler çok az bir masrafla yapabiliyorlar.

Türkiye'de 2012 yılında sukukla pazarın, 40 milyar dolar üzerinde olacağı söyleniyor. Bu mümkün müdür?

2001 senesinde dünyadaki toplam borçlar, 80 trilyon dolar civarıydı. 2010 yılında ise bu miktar 180 trilyon dolar oldu. Dünyadaki her şeyi satsak bu parayı ödeyemeyiz. Senin 100 liran var, bana 100 lira borç veriyorsun, sisteme 100 lira yazıldı, ben o 100 lirayı alıyorum sana borç veriyorum, faizi kenara koyalım anapara üzerinden gidelim, sistemdeki borç stoku 200 lira oldu, sen onu başka birisine veriyorsun stok 300 lira oluyor. 100 lira ile 300 liralık borç ürettik.

Türkiye'de proje kredisi verilmiyor, yani sembolik rakamlar açıkçası. Türkiye'de kredi alacaksanız bire bir veya bire iki teminat göstermek gerekiyor. Zaten bu kadar teminatı olan firmalar yatırımlarını kendi başlarına yaparlar. Dolayısıyla da işi büyüten bir yöntem olmuyor. Ama halka arzda, hisse senediyle finansmandan kazandıklarında projene yatırım yapabilirsin, vadesi ve faizi de yok.

Geçen sene Kuveyt Türk 300 veya 400 milyon dolar sukuk ihraç etti ama gelen talep 2 misliydi, Londra Borsası'nda işlem gördü. İMKB'de sukuk pazarı açma çalışmalarına başladı. Gebze Sanayi Sitesi'nde 100 bin TL geliri olan bir firma bu geliri menkulleştirip, sukuk ihracı yapabilir. Ama insanlar bilmedikleri şeyden korkuyorlar. İnsanlar bu işe şöyle bakıyorlar: Varlık Kiralama Şirketi bulacağım, bunun muamelesi var, varlıklarımı buraya devredeceğim, bir sürü işlem var, diye düşündükleri için bankaya gitmek daha kolay geliyor, halbuki bir kere yapılacak bir şey bu. Küçük firma bir bankadan kredi almaya uğraştığı zaman aylarca uğraşır veya süreci kısaltmak için ipotek gösterir, fakat kişisel varlıkları da ipotek ettirmek sağlıklı değil. Finansman kaynaklarına ulaşmak sıkıntılı olduğu için bu tip alışkanlıklar meydana geldi. Bu alışkanlıklardan kurtulunması halinde 40 milyar dolar İstanbul Finans Merkezi projesi kapsamında çok rahat ulaşılabilecek bir rakam.

Türkiye'de proje yatırımı konusunda çok talep var mı?

Türkiye'de proje kredisi verilmiyor, yani sembolik rakamlar açıkçası. Türkiye'de kredi alacaksanız bire bir veya bire iki teminat göstermek gerekiyor. Zaten bu kadar teminatı olan firmalar yatırımlarını kendi başlarına yaparlar. Dolayısıyla da işi büyüten bir yöntem olmuyor. Ama halka arzda, hisse senediyle finansmandan kazandıklarında projene yatırım yapabilirsin, vadesi ve faizi de yok. Son 10 yıla baktığımızda yılda 2-3 tane halka arz olduğunu, son iki yılda ise 50 tane olduğunu görüyoruz. Bahsettiğimiz sayılar çok az ama gittikçe artacak. Pazarı büyütmek lazım. Pazar büyüdüğü zaman manipülatörler, piyasa dolandırıcıları da kazanç sağlayamayacak.

Bu kadar finansal enstrüman içinde, siz en önemli ve en doğru araç olarak halka arzı öneriyorsunuz. Peki, ikinci sırada gelen araç hangisidir? Bugün çok revaçta olmadığı halde önümüzdeki 10 yıl içinde çok kullanılan bir araç olacak dediğimiz başka bir finansal enstrüman var mı?

Bahsettiğimiz bütün enstrümanların önümüzdeki dönemde çok gelişmesini bekliyoru, ama Türkiye'de özellikle "Türev Enstrümanlar" çok gelişecek, ama bunun ana pazarla yürümesi gerekli, ana pazarın da büyümesi lazım. Sermaye piyasalarını büyütme anlamında, 5-6 yıldır süren devlet desteği devam ederse İstanbul, uluslararası küresel bir finans merkezi haline gelecek.

Türev denilince biz biraz çekiniyoruz, çünkü mortgage kaynaklı son finansal krize de türev piyasaların neden olduğu biliniyor.

Hayır, aslında bu yorum tam olarak doğru değil. Tek bir kaynağı var, o da aşırı borçlanma, borçlanmayı kolaylaştıran türevler. Türevin kendisi değil, borçlanma arzusu. 2001 senesinde dünyadaki toplam borçlar, 80 trilyon dolar civarıydı. 2010 yılında ise bu miktar 180 trilyon dolar oldu. Dünyadaki her şeyi satsak bu parayı ödeyemeyiz. Senin 100 liran var, bana 100 lira borç veriyorsun, sisteme 100 lira yazıldı, ben o 100 lirayı alıyorum sana borç veriyorum, faizi kenara koyalım anapara üzerinden gidelim, sistemdeki borç stoku 200 lira oldu, sen onu başka birisine veriyorsun stok 300 lira oluyor. 100 lira ile 300 liralık borç ürettik. Senin iki yerden alacağın var, benim alacağım var, fakat ben sana olan borcumu ödeyemiyorum, 300 liralık borç batıyor, halbuki borç 100 lira. Bunu yapmaya imkân veren, karmaşık, egzotik, kompleks türevler. Daha da kötüsü, senin 100 lira alacağın var, sen de bu miktarı menkul kıymetleştiriyorsun tekrar satıyorsun, bir 100 lira daha alıyorsun, onu da bana veriyorsun, 300 lira borç 600 lira oluyor. 80 trilyon dolar, 180 trilyon dolar oldu ve arasındaki 100 trilyonluk farkın eminim ki yarısı bu şekilde türevlerle üretilmiş, olmayan varlıklara dayalı yapay borçlardır.

O yüzden sukuk gibi varlığa dayalı borçta kayıp daha az olacaktır. Varlığın değeri neyse o kadar borç üretir. Ama biz 100 lira ile 1.000, 2.000, 40.000 liralık borçlar üretirsek, işler yavaşladığı zaman o kadar miktar batar.

Bu tip riskleri olmayan türevler hangileridir?

İhracatçı, kur riskinden korkar. İthalatçı ise tam tersidir. Burada bir kur riski, para fiyatı riski vardır. Halbuki dış ticaretle uğraşanların işi, ithalatçı ya da ihracatçı, kurdan para kazanmak değil, sattığı maldan para kazanmaktır. Riski yönetebilmek de çok önemli. Bir ihracatçı ile bir ithalatçının riskleri birbirini sıfırlar. Bu iki kesim bir araya geldiğinde riskler sıfırlanmış olur. Türevler bu imkânı verir.

Dünyada da bizde de ciddi bir finansal bilgi eksikliği var. Herkesin asgari düzeyde, en azından kendisini koruyacak kadar bilgisi olmalı. O yüzden finansal eğitimler de gündemde.

Uluslararası sermaye piyasalarında Türkiye'nin rolü nedir?

Uluslararası piyasalarda "İslami finans" adı verilen, 1,5 trilyon dolarlık bir pazar oluştu, şu anda küçük bir pazar, ama bundan sonra çok hızlı büyüyecek. Türkiye'nin o pazarda fazla bir payı yok, ne tüccar olarak ne de etkileme gücü olarak. Yalnız 1-2 yıldır, Merkez Bankası, BDDK, SPK o kuruluşlara üye oldu. Mesela IFSB (Islamic Financial Services Board) isimli bir kurum var, merkezi Malezya'da olan, uluslararası İslami finansa ilişkin standart belirleyici kurum olma yolunda. Biz oraya üye olduk, yavaş yavaş sözümüzün oralarda etkin olması için ilerliyoruz. Türkiye'nin ilerleyecek çok yolu var ve bu adımları atmak için gereken tüm çabayı gösteriyoruz.

Uluslararası piyasalarda "İslami finans" adı verilen, 1,5 trilyon dolarlık bir pazar oluştu, şu anda küçük bir pazar, ama bundan sonra çok hızlı büyüyecek. Türkiye'nin o pazarda fazla bir payı yok, ne tüccar olarak ne de etkileme gücü olarak. Yalnız 1-2 yıldır, Merkez Bankası, BDDK, SPK o kuruluşlara üye oldu. Mesela IFSB (Islamic Financial Services Board) isimli bir kurum var, merkezi Malezya'da olan, uluslararası İslami finansa ilişkin standart belirleyici kurum olma yolunda. Biz oraya üye olduk, yavaş yavaş sözümüzün oralarda etkin olması için ilerliyoruz. Türkiye'nin ilerleyecek çok yolu var ve bu adımları atmak için gereken tüm çabayı gösteriyoruz.

İMKB Başkanı İbrahim Turhan'la Söyleşi

İMKB ve Sermaye Piyasalarımızın Geleceği Üzerine



Söyleşi: Serkan Yüksel

Öncelikle İMKB'nin genel yapısını hakkında bilgi verir misiniz?

Borsa, bildiğiniz gibi bir alım satım platformudur. İnsanlık tarihi boyunca da ticaretin önemli bir kısmı pazar yerlerinde gerçekleşmiş. Bu pazar yerlerinde, özellikle de tarafsız olduğu durumlarda, alıcı ve satıcı rahatlıkla buluşabilir, her iki tarafın beklentileri rahatlıkla karşılanabilir, çok sayıda alıcı ve çok sayıda satıcı olduğu için malların fiyat oluşumu sağlıklı bir şekilde gerçekleşir ve şeffaflık, dürüstlük, etkinlik ve etkililik ilkeleri çerçevesinde hem satıcı hem de alıcılar kendi istifadelerini en üst düzeye çıkarmış olurlar.

Borsa da organize bir pazar yeridir. Menkul kıymetlerin ticaretinin yapılması için belki borsaya ihtiyaç yok, iki kişi anlaştığı zaman kendi aralarında bu ticareti yapabilirler. Ama tıpkı dükkânda satılan mal ile Pazar yerinde satılan mal arasında olduğu gibi bir fark olur orada. Bir de organize piyasa dediğimiz zaman bu pazar yerinin belli kuralları olacaktır. Bu kurallar, hem alıcının hem satıcının haklarını ve menfaatlerini korumaya yönelik kurallardır. Bir de bu pazaryerinde yapılan iş ve işlemlere ilişkin gözetim ve denetim vardır.

Günlük ortalama işlem hacmimiz 1,7 milyar dolar. Tahvil ve bono piyasasında toplam işlem hacmi, yıllık 526 milyar dolar, günlük ortalama işlem hacmi ise 1,2 milyar dolar. Bunun dışında bir de bizim, TCMB'nin para piyasası operasyonlarının önemli bir kısmının cereyan ettiği repo, ters repo pazarımız var. Bu pazardaki günlük ortalama işlem hacmi ise 7 milyar dolar civarında. Yani hepsini topladığımızda 10 milyar dolarlık bir menkul kıymet alım satım işleminin gerçekleştiğini görüyoruz.

Bizim borsamızda bugün itibariyle, 101 tane aracı kuruluş var. Bunlar borsanın üyeleri, borsada doğrudan alım satım yapmaya yetkili olan kuruluşlardır. Diğer alıcılar ve satıcılar, bu aracı kuruluşlar üzerinden alım satım işlemlerini yapıp, emirlerini verebiliyorlar. Borsamızda şu an itibariyle hisse senetleri işlem gören 363 tane firmamız var. Profesyonel yatırım yöneticiliği, ellerindeki nakdi, farklı enstrümanlar arasında oluşturdukları bir portföye yatırmak suretiyle, oluşturdukları portföyün ticaretini yapan kuruluşlarken, borsa yatırım fonu da borsada işlem gören menkul kıymetlerden, hisse senetlerinden oluşan fonlardır. Bunların dışında, 134 tane varantımız var. Varant, bir menkul kıymet üzerinde alım, satım hakkı doğuran, aslında bu yönüyle opsiyonlara benzeyen ama yapılandırılmış ürün olarak tabir edilen menkul kıymetlerdir. Bunlar da İMKB'de alınıp satılıyor. Bunların dışında bildiğiniz gibi yakın zamanda özel sektör borçlanma araçları da ülkemizde yeniden yaygınlaşmaya başladı. Bunlar, özel şirketlerin, bankaların ya da finansal kuruluşların çıkarmış oldukları sabit getirili menkul kıymetlerdir, tahviller ve finansman bonoları gibi. Bunların sayısı da 2011 yılsonu itibariyle 56'ya ulaştı. Verdiğim tüm rakamlar 2011 yılsonu itibariyle olan rakamlardır. Mesela geçtiğimiz hafta 2012'nin ilk halka arzını yaptık. Bir gayrimenkul yatırım ortaklığımız, hisselerini ihraç etmek suretiyle halka açıldı, o firmamız 364. firmamız oldu.

Toplam piyasa değeri, hisseleri borsada işlem gören firmaların, o fiyatlar baz alınarak hesaplanan değeri demektir. Bizim toplam piyasa değerimiz, 200 milyar dolar civarında. Bu miktar, 2010 yılında daha yüksekti. O da büyük ölçüde, hem ABD Dolarının Türk Lirası karşısında değer kazanmasından hem de borsa endeksinin 2011 yılında düşmesinden kaynaklanan bir farktır. Günlük ortalama işlem hacmimiz 1,7 milyar dolar. Tahvil ve bono piyasasında toplam işlem hacmi, yıllık 526 milyar dolar, günlük ortalama işlem hacmi ise 1,2 milyar dolar. Bunun dışında bir de bizim, MB'nin para piyasası operasyonlarının önemli bir kısmının cereyan ettiği repo, ters repo pazarımız var. Bu pazardaki günlük ortalama işlem hacmi ise 7 milyar dolar civarında. Yani hepsini topladığımızda 10 milyar dolarlık bir menkul kıymet alım satım işleminin gerçekleştiğini görüyoruz.

İMKB piyasaları hakkında bilgi verebilir misiniz?

Hisse senetleri piyasamızda, aracılık hizmeti yürüten 101 firmamız ve ayrıca İMKB'nin iştiraklerinden Takasbank var. Hisse senetleri piyasasının altında da en çok ismi geçen Ulusal Pazarımız var ki bu Pazarda, 237 şirketin hisse senetleri işlem görüyor. Ulusal Pazara girme kriterleri, biraz yüksek, belli bir asgari halka açıklık oranı şartı var, halka açık olan menkul

Hisse senetleri piyasamızda, aracılık hizmeti yürüten 101 firmamız ve ayrıca İMKB'nin iştiraklerinden Takasbank var. Hisse senetleri piyasasının altında da en çok ismi geçen Ulusal Pazarımız var ki bu Pazarda, 237 şirketin hisse senetleri işlem görüyor. Ulusal Pazara girme kriterleri, biraz yüksek, belli bir asgari halka açıklık oranı şartı var, halka açık olan menkul kıymetlerin belli bir tutarı bulması gerekiyor ki, bu kriterler, dönemler itibariyle sürekli gözden geçiriliyor. Ulusal Pazara katılma kriterlerini sağlayamayan, ya da bir şekilde bu pazarda işlem görürken o kriterleri kaybeden şirketlerimizin hisse senetleri ise 2. Ulusal Pazar'da işlem görüyor. 2. Ulusal Pazar, aslında KOBİ Pazarı diyebileceğimiz pazardır.

kıymetlerin belli bir tutarı bulması gerekiyor ki, bu kriterler, dönemler itibariyle sürekli gözden geçiriliyor. Ulusal Pazara katılma kriterlerini sağlayamayan, ya da bir şekilde bu pazarda işlem görürken o kriterleri kaybeden şirketlerimizin hisse senetleri ise 2. Ulusal Pazar'da işlem görüyor. 2. Ulusal Pazar, aslında KOBİ Pazarı diyebileceğimiz pazardır. Burada şu an itibariyle 61 şirketimizin hisse senetleri işlem görüyor. Buradaki kriterler biraz daha esnek ama burada da alım satım yapılabiliyor elbette. Sadece düzenlemeler dolayısıyla kurumsal yatırımcıların daha az ilgi gösterdiği bir pazar. Bunların dışında bir de Gözaltı Pazarımız var, bu pazar da çeşitli sebeplerle gözaltına, inceleme altına alınan hisse senetlerinin işlem gördüğü bir pazardır. Kurumsal Ürünler Pazarı dediğimiz pazar da gayrimenkul yatırım ortaklıkları gibi borsa yatırım fonları gibi araçların işlem gördüğü pazarımızdır.

Bir de Gelişen İşletmeler Piyasası (GİP) var. GİP'ler de KOBİ adaylarının veya borsayla ilk kez tanışan şirketlerin pazarıdır. Örneğin, ABD'de NAZDAQ ilk ortaya çıktığında, yeni kurulan ve dolayısıyla geçmişte çok fazla kârlılık durumu söz konusu olmayan şirketlerin geleceği çok parlak görülüyordu. İşte GİP, bu tür şirketlerin hisselerinin işlem göreceği bir piyasadır.

Tahvil ve Bono Piyasası'nın altında da, Kesin Alım-Satım Pazarı, Repo/Ters Repo Pazarı ile sadece kurumsal yatırımcıların işlem yapmasına izin veren Nitelikli Yatırımcıya İhraç Pazarı ve tercihli repo işlemleri için Menkul Kıymet Tercihli Repo Pazarı ve Bankalar arası Repo/Ters Repo Pazarı vardır.

Yabancı Menkul Kıymetler Piyasamız da başlangıçta Serbest Bölge olarak kurulmuş, fakat daha sonra Türkiye'nin AB'ye üyelik müzakereleri sürecinde, AB'nin serbest bölgelere olan yaklaşımı nedeniyle (*bunların istisna olması hatta mümkünse kapatılması yönünde bir yaklaşım*) bu bölgeyi kapatmışız. Ancak biz bu pazarı, önümüzdeki dönem, belirleyeceğimiz bir strateji çerçevesinde geliştirmeyi hedefliyoruz.

Borsanın ekonomiye sağladığı yararlar nelerdir?

Finans sektörü zaman zaman eleştiriliyor. Bu eleştirilerin tartışılmaya değer hususlar olduğunu ben de kabul ediyorum ancak şunları unutmayalım;

1) Finans sektörü, fon fazlası olan ekonomik birimlerden yani tasarruf sahiplerinden, bu fonlara ihtiyaç duyan ve bu fonları talep eden şirketler kesimine bu kaynakların aktarılmasını mümkün kılan mekanizmadır. Yani reel ekonomi için finans sektörü, olmazsa olmaz bir unsurdur. Bazen, önemli olan reel ekonomi, finans önemli değil, denir. Tabii ki tek başına finansal aracılık bir değer ifade etmez ama reel ekonomi için finansal aracılık vazgeçilmez bir unsurdur.

2) Finans sektöründe kâr marjları, reel sektörden daha düşüktür. Reel sektörle mukayese edildiği zaman aktif büyüklükleri çok fazladır çünkü. Biz finans sektörünün varlığının ve hayatiyetinin devam etmesini istiyorsak, finans sektörünün kârlı olmasından memnun olmalıyız. Çünkü ancak kârlı olan sektöre yeni bir yatırımcı gelir. Burada dikkat edilmesi gereken husus şu ki, sektör rekabet koşullarından uzaklaşmaya elverişlidir. Dünyanın her yerinde böyledir, bu konuda dikkatli olmak lazım. Bu sektörün de rekabetçi, şeffaf, ama etkin ve etkili bir şekilde işlemesini sağlamalıyız.

Borsamız halka arz ve bedelli sermaye artırımı yoluyla reel sektörümüze, 51,5 milyar dolar kaynak sağlamış, temettü olarak da yatırımcılara yine 50 milyar dolar bir getiri sağlamıştır. Yani ekonomi için katkısı buradan görülüyor. Tabii ki bu rakamlar, Türkiye gibi bir ülke için çok küçük.

İMKB'nin halka arz seferberliği hakkında bilgi verir misiniz?

Halka arz seferberliği, Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem görmeyen şirketlerimizi Borsa'ya kazandırmayı ve Borsa ile tanıştırmayı hedefleyen, başka bir deyişle finansman ihtiyacı olan şirketlerimizi, finansman imkânına kavuşacak şekilde, bu şirketlerimizin menkul kıymetlerine yatırım yapmaya arzulu ve istekli yatırımcılarla buluşturduğumuz bir kampanyadır. 2010 ve 2011 itibariyle 25 şirketimizin halka arzını gerçekleştirdik. Geçmişle mukayese edildiğinde önemli bir başarı ama asla yeterli değil, bunu artırmalıyız. Halka arz seferberliği ile ilgili olarak TOBB, TİM, SPK, İMKB, TSPAKB, Takasbank ve Merkezi Kayıt Kuruluşu arasında bir işbirliği protokolü imzalandı. Biz İMKB olarak, kotasyon ücretlerimizde indirim yaptık ve firmalarımızı, TOBB ve TİM'in yardımıyla yaptığımız toplantılarla aydınlatmaya, Borsa konusunda onların bilgilerini güncellemeye, farkındalıklarını artırmaya çalıştık.

İMKB piyasa değerinin gelişim potansiyeli nedir?

Son 10 yılda Türkiye ekonomisi çok ciddi bir değişim ve dönüşüm geçirdi ve milli gelirimiz şu an itibariyle satın alma gücü paritesine göre düzeltildiği zaman 1 trilyon doların üzerinde artık. Yani Türkiye, 1 trilyon dolarlık ekonomiler kulübünün bir üyesidir. Bu açıdan baktığımız zaman kabaca dünyadaki toplam üretimin % 1,5'inin Türkiye'de gerçekleştiğini söyleyebiliriz, bu çok önemli bir şey. Dünyada 182 tane ülke var, Türkiye büyüklük itibariyle dünyada 17. ve toplam üretiminde % 1,5'ini sağlıyor. Dış ticaret rakamlarına baktığımız zaman orada da benzer bir tablo var. Türkiye yine toplam uluslararası ticaret içerisindeki payı itibariyle % 1,5'ler seviyesinde bir yere sahip. Fakat ne yazık ki, sermaye piyasalarımıza geldiğimiz zaman burada durum o kadar parlak değil. Aslında geneli itibariyle finans sektörümüzün bu anlamda performansı iyi, fakat buradaki temel problem, finans sektörümüzün ağırlıklı olarak ticari bankacılık odaklı şekillenmiş olmasıdır. Bugün bankacılık sektörünün toplam aktifleri 1,4 trilyon TL'ye ulaştı, yani milli gelirimizin % 100'ü kadar bankacılık aktifimiz var. Bu ticari bankacılık anlamında

2010 ve 2011 itibariyle 25 şirketimizin halka arzını gerçekleştirdik. Geçmişle mukayese edildiğinde önemli bir başarı ama asla yeterli değil, bunu artırmalıyız. Halka arz seferberliği ile ilgili olarak TOBB, TİM, SPK, İMKB, TSPAKB, Takasbank ve Merkezi Kayıt Kuruluşu arasında bir işbirliği protokolü imzalandı. Biz İMKB olarak, kotasyon ücretlerimizde indirim yaptık ve firmalarımızı, TOBB ve TİM'in yardımıyla yaptığımız toplantılarla aydınlatmaya, Borsa konusunda onların bilgilerini güncellemeye, farkındalıklarını artırmaya çalıştık.



daha fazla yoğunlaşmış. Yatırım bankacılığı faaliyetleri ise ne yazık ki henüz istediğimiz düzeyde değil.

Bunun anlaşılabilir iki sebebi var: Bir tanesi, Türkiye'nin geleneksel olarak Kıta Avrupası Modeli'ni benimsemiş olmasıdır. Kıta Avrupası'nda bankacılığın ön planda olduğu bir finansman yapısı vardır. İkinci sebep ise, ne yazık ki ülkemiz çok uzun yıllar makro istikrara kavuşamadı. Bizim, 1994 yılında, MÜSİAD için rahmetli Adnan Büyükdeniz başta olmak üzere Mustafa Özel, Melikşah Utku ve Ömer Bolat'la birlikte hazırladığımız "Devletin Borç Krizi - İflas 1999" dosya konulu rapor çok önemlidir. O zaman, makro ekonomik istikrarsızlığın, Türkiye ekonomisi için ne kadar yüksek bir maliyet çıkardığını ortaya koymaya çalışmıştık. Yüksek enflasyon, verimsizlik, bunlara bağlı olarak son derece yüksek reel faiz oranları, hem belirsizlik, hem risk hem de enflasyon olunca tabii ki nominal faiz çok yüksek oluyor. Nominal faizin içindeki o belirsizlik, risk birimi ve enflasyon belirsizliği sebebiyle reel faiz bileşeni de son derece yüksekti. Tabii bu ortam sermaye piyasalarının gelişmesine pek elverişli değil. Bir de mali disiplinin sağlanmadığı dönemde kamu kesimi ekonominin üretebildiği tüm fonları absorbe ettiği için özel kesime, özellikle de sermaye piyasalarına kullanabilecek fon kalmıyordu. Böyle bir ortamda sermaye piyasalarının gelişmemiş olması anlaşılabilir. Fakat makro ekonomik istikrarın sağlanmasıyla beraber enflasyonun düşmesi, faiz oranlarının düşmesi, maliye politikasının bir disiplin çerçevesine oturması ve kamunun düzenli olarak faiz dışı hesaplarında fazla vermeye başlaması, sermaye piyasalarının gelişmesi için genel makroekonomik çerçeveyi olumlu bir hale getirdi. Buna göre bizim, son derece hızlı bir şekilde bu ortamdan istifade ederek sermaye piyasalarımızı geliştirmemiz gerekiyordu.

Bununla ilgili bir konu da, 2007-2008 küresel krizinden sonra, uluslararası düzenleyici ve denetleyici otoriterlerin aldığı kararlar çerçevesinde, bankacılık faaliyetlerine ilave birtakım kurallar getirilmesidir. Bunların bir kısmı, bankacılık aracılık maliyetlerini artıran, bir kısmı da bankaların artık eskisi kadar çok finansal kaldıraç kullanmasına izin vermeyen düzenlemelerdir. Bunların sonucu olarak, önümüzdeki dönemde bankalar, hem kriz sebebiyle artan risk algısı, hem de bu maliyet artırıcı unsurlar sebebiyle daha fazla fonlama yapma tarafına doğru hareket edeceklerdir. Ülkemizde artık inanılmaz bir verimlilik artışı yaşandığı, rekabet çok arttığı için, işletmelerimizin ortalama ölçek büyüklükleri, iş modelleri, işletme sermayeleri, küresel değer zincirleri içindeki yerleri yeniden şekilleniyor. Eskiden istikrarsızlığın olduğu, reel faizlerin yüksek olduğu dönemde 4-5 puan faiz farkını algılayamayan işletmelerimiz, şimdi neredeyse 40-50 baz puan faiz ve finansman

Bizim, 1994 yılında, MÜSİAD için rahmetli Adnan Büyükdeniz başta olmak üzere Mustafa Özel, Melikşah Utku ve Ömer Bolat'la birlikte hazırladığımız "Devletin Borç Krizi - İflas 1999" dosya konulu rapor çok önemlidir. O zaman, makro ekonomik istikrarsızlığın, Türkiye ekonomisi için ne kadar yüksek bir maliyet çıkardığını ortaya koymaya çalışmıştık.

maliyetine bile son derece duyarlı hale geldiler. Tüm bunlar, sermaye piyasalarının gelişmesi için çok elverişli bir ortam. İşletmelerimiz artık bankacılık sistemi üzerinden sağladıkları dolaylı finansman yerine, doğrudan doğruya sermaye piyasalarımıza erişerek, gerek hisse senetlerini ihraç etme yoluyla, (ki aslında en sağlıklısı budur. Çünkü öz kaynak finansmanıdır) gerekse diğer borçlanma araçlarını doğrudan sermaye piyasasına ihraç etmek yoluyla aslında maliyet avantajı sağlayabilecekleri duruma geldiler.

Milli gelir itibariyle % 1,5, ticaret itibariyle % 1,5 ağırlığa sahip olduğumuz dünyada ne yazık ki menkul kıymetler itibariyle baktığımız zaman sadece % 0,2 gibi bir ağırlığımız var. Yani MSCI Endeksi içerisinde Türkiye'nin ağırlığı sadece % 0,2. Güney Afrika'nın ağırlığının bizden fazla olmasını hepimizin durup düşünmesi gerekir. Gerçekten, reel ekonomide olduğu gibi sermaye piyasalarında da ülkemizi dünyada hak ettiği yere getirmemiz için neler yapmamız gerektiğini düşünmeliyiz. Hem düzenleyici ve denetleyici kuruluşlar, hem yasa yapıcı siyaset mekanizması, hem özel sektör ve tabii ki tüm bu sürecin ayrılmaz parçası olan kâr amacı gütmeyen MÜSİAD gibi mesleki teşekküllerimiz, NGO'larımız hep birlikte bunun üzerinde çalışmamız lazım.

Bizde İSO sıralamasına göre en büyük 1000 şirket içinden sadece 127 tane borsa şirketimiz var. Bu demektir ki, ne yazık ki bizim 873 büyük şirketimiz henüz borsayla tanışamamış. İSO sıralamasında ilk 100'e baktığımızda da durum pek farklı değil; sadece 28 şirket var. Halbuki bunlar, Türkiye'nin kurumsallaşması en yüksek, belli bir ölçeği yakalamış olan son derece değerli şirketleri. Zaman zaman bu şirketlerimiz finansmanla ilgili yakınıyorlar, banka kredilerinin maliyetlerinden vs. Biz bu şirketlerimizi borsayla tanışmaya, hisse senetlerini ve diğer menkul kıymetleri borsamızda halka arz etmeye davet ediyoruz.

Bizde İSO sıralamasına göre en büyük 1000 şirket içinden sadece 127 tane borsa şirketimiz var. Bu demektir ki, ne yazık ki bizim 873 büyük şirketimiz henüz borsayla tanışamamış. İSO sıralamasında ilk 100'e baktığımızda da durum pek farklı değil; sadece 28 şirket var. Halbuki bunlar, Türkiye'nin kurumsallaşması en yüksek, belli bir ölçeği yakalamış olan son derece değerli şirketleri. Zaman zaman bu şirketlerimiz finansmanla ilgili yakınıyorlar, banka kredilerinin maliyetlerinden vs. Biz bu şirketlerimizi borsayla tanışmaya, hisse senetlerini ve diğer menkul kıymetleri borsamızda halka arz etmeye davet ediyoruz.

Ayrıca GİP, küçük ve orta ölçekli şirketleri özellikle de geçmişinde düzenli kâr hikâyesi olmayan, özkaynak yeterlilikleri bulunmayan, bilanço büyüklükleri henüz bizim 1. veya 2. Uluslararası Pazarların kriterlerini tutturamayan şirketlerimiz için geliştirdiğimiz bir piyasa. Burada yine SPK tarafından, çıkarılacak hisse senetleri kurul kaydına alınıyor. Fakat burada İMKB'nin kotasyon şartlarının sayısal kriterlerini sağlayamayan şirketlerimizin hisseleri işlem görüyor.

Kısaca GİP hisseleri nasıl işlem görüyor?

Bir piyasa danışmanıyla anlaşılıyor. Piyasa danışmanını yine SPK lisanslıyor, biz takip ediyoruz. Genellikle aracı kuruluşlarımız bu piyasa danışmanlığı belgesini alıyorlar. Piyasa danışmanı, şirketinizi halka arza hazırlıyor. Süreç içerisinde size danışmanlık yapıyor. Bu noktada halka arz, sadece finansman imkânı sağlaması açısından önemli değil. Bir önemi daha var. Şirketlerin kurumsallaşmasını sağlıyor. Dükkândan işletmeye, yazıhaneden firmaya dönüşen, küçük bir aile işletmesiyken yıllarca devam edebilecek kurumsal bir varlığa dönüşmenin ne kadar önemli olduğunu biliyoruz. Sadece bu da değil. Özellikle yurtdışıyla olan ilişkilerde kurumsallaşma çok büyük önem taşıyor. Tüm bu noktalarda kurumsallaşmayı sağlayacak bir el kılavuzu, bir yol haritası ihtiyacınız varsa, halka arz, tam da bunu sağlıyor.

KOSGEB ile yaptığımız protokol çerçevesinde, KOSGEB'e kayıtlı olan ve hisselerini GİP'te işleme açacak olan, işlem görme kriterlerini sağlayan KOBİ'lere KOSGEB, bu süreçle ilgili olarak geri ödemesiz destek veriyor. Yani bu yoldaki maliyetlerin önemli bir kısmını da KOSGEB karşılıyor. Bunu da değerlendirmekte yarar var. İlk şirketimiz, geçen yıl, 4 Şubat'ta işlem görmeye başladı. Şu anda 2 şirketimiz var. Ama çok sayıda hazırlıklarını tamamlayan şirketimiz var. Önümüzdeki günlerde onları da GİP'te işleme açacağız.

İMKB'nin yeni dönem hedeflerinden bahsedebilir misiniz?

Nihai hedefimiz, Türkiye'nin GSYİH'sine, ekonomik büyüklüğüne yaraşır sermaye piyasalarını oluşturmak, bu sermaye

piyasaları içinde İstanbul Borsası'nı diğer bütün ülkelerde olduğu gibi sermaye piyasalarının kalbi, beyni, merkezi haline getirmektir. Burada birtakım sayısal hedeflerimiz var. Sermaye piyasalarıyla bankacılık arasındaki dağılımı daha dengeli bir noktaya getirmek istiyoruz. Milli gelire oranla şirketlerimizin piyasa değerlerini makul bir seviyeye getirmek istiyoruz, işlem gören firmalarımızın sayısı ile ilgili bir hedefimiz var: 2023 Vizyonu gibi.

2023 Vizyonu, milli gelirimiz 2 trilyon dolar, ihracatımız 500 milyar dolar olacak ve Türkiye, dünyanın en büyük 10 ekonomisinden biri olacak. Bu çerçevede biz de, önümüzdeki 5 yıllık dönem içerisinde, İMKB'de işlem gören şirketlerin piyasa değeri hiç olmazsa milli gelirimizin bugünkü düzeyini yakalamış olsun, hisse senedi piyasalarında işlem gören şirket sayımızı hiç olmazsa 1000'i yakalasın ve sermaye piyasalarımız, ekonomimize destek vermeye, kaynak yaratmaya katkı sağlasın istiyoruz.

Tabii bunun için yapmamız gereken şeyler var. En önemlisi İMKB'nin kurumsallaşmasını tamamlamaktır. İMKB bir A.Ş. olacak. Bu A.Ş. halka arzı en uygun koşullarda gerçekleştirmek suretiyle, halka işlem ve sermaye açısından açık bir borsa haline gelecek. Borsayı büyütmek için 2 şey yapmanız lazım. İlki, derinliği artırmak. İkincisi, çeşitliliği artırmak. Bu da işlem gören menkul kıymet, sayısını, miktarını ve çeşidini artırmakla olur.

Para Kurulu Komitesi Üyesi olarak görev yaptığım 2006 yılından bugüne kadar, dünyada çok çeşitli yatırımcı konferanslarına katıldım, birebir yatırımcı görüşmelerinde bulundum. Yatırımcılarla belli bir noktaya geliyoruz ve sonunda yatırımcılar, "Tamam, bizi ikna ettiniz. Türkiye ekonomisi gerçekten çok parlak başarılar sergiledi. Önümüzdeki dönemde daha büyük fırsat imkânları sunuyor, ama Türkiye'den ne alacağız?" diyorlar. Yabancı yatırımcı, doğrudan sabit sermaye yatırımı yapmayacaksa, hisse senedi, tahvil, menkul kıymet almak istiyor. Bizim yeteri kadar menkul kıymetimiz yok. O işletmelerin, o kurumsal yatırımcıların arzuladıkları büyüklükte menkul kıymetimiz yok. Borsamızdaki hisse senetlerinin % 60'tan fazlası yabancılara ait.

Ayrıca yatırımcı, "Spot piyasada bir menkul kıymetle ilgili bir pozisyon aldığım zaman, onun fiyat hareketlerinden kaynaklanabilecek risklere karşı kendimi korumak için vadeli piyasalarda da bu durumu dengelemek istiyorum," diyor. Sizin hisse senediniz var ama opsiyonu yok. Tahviliniz var fakat o tahvilin futures'i Türkiye'de yok. Bu yüzden bizim ürün çeşitliliğini sağlamamız çok önemli.

Geleceğe yönelik öngörülerinizi alabilir miyiz?

Milli gelir hesaplarına baktığımız zaman, 2011 yılı içinde toplam tasarruflarımızın milli gelire oranı % 12 civarında olmalı. Yine 2011 yılında 1,2 - 1,3 trilyon lira milli gelir olduğunu varsayalım, bu hesapla Türkiye'de yerleşiklerin, 2011 yılı içinde tasarruflarına (portföylerine), 150 milyar liralık bir tasarrufu ilave etmiş olmaları lazım. Mevduat, dips ve borsadaki hisse senetlerinin artışına bakıyoruz, diğer tüm finansal yatırımları topluyoruz, bu rakama ulaşamıyoruz. Önemli bir fark var arada. Peki, yapılan bu kadar tasarruf nerede? Bizim toplumumuzun geleneksel tasarruf araçları nedir? Altın ve gayrimenkul. Fakat bu altın ve gayrimenkul yatırımları ekonomiye kaynak olarak kazandırılamıyor. TCMB, geçtiğimiz dönemde çok yerinde kararlar almak suretiyle, altın varlıklarını finans sistemine dolayısıyla da ekonomiye katılmasını sağlayacak adımlar attı. Bunlar gerçekten önemli, yerinde ve zamanında atılmış adımlardı. Bunun etkilerini de görmeye başladık ama bunlar yeterli değil. Yani bunlar dolaylı olarak etkisi olabilecek şeyler, biz altın yatırımlarının doğrudan finansal yatırım olarak sermaye piyasamıza kazandırılmasını sağlamak zorundayız.

Toplumumuz birikimlerini gayrimenkule yatırmak istiyor, ama gayrimenkule yatırım yapmanın tek yolu bir binayı, bir arsayı satın almak değil. Tıpkı o binayı, o arsayı satın almış gibi, tüm haklarından istifade etmenize olanak sağlayan bir de üstüne üstlük, o gayrimenkule doğrudan sahip olduğunuz zaman uğraşmak zorunda kalacağınız kiracı, vergi, yönetim giderleri vs. tüm bunlardan da sizi kurtaracak finansal ürünlerimiz var. Yani gayrimenkul yatırım ortaklıklarımız var. Yakın zamanda, Sayın Başbakan Yardımcımız açıkladılar, SPK'nın 30. kuruluş yıldönümü münasebetiyle yaptıkları konuşmada, hazinemiz kira sertifikalarının ihracına başlayacak. Özel sektör zaten başladı; şimdiye kadar 2 tane kira sertifikası

Para Kurulu Komitesi Üyesi olarak görev yaptığım 2006 yılından bugüne kadar, dünyada çok çeşitli yatırımcı konferanslarına katıldım, birebir yatırımcı görüşmelerinde bulundum. Yatırımcılarla belli bir noktaya geliyoruz ve sonunda yatırımcılar, "Tamam, bizi ikna ettiniz. Türkiye ekonomisi gerçekten çok parlak başarılar sergiledi. Önümüzdeki dönemde daha büyük fırsat imkânları sunuyor, ama Türkiye'den ne alacağız?" diyorlar.

Para Kurulu Komitesi Üyesi olarak görev yaptığım 2006 yılından bugüne kadar, dünyada çok çeşitli yatırımcı konferanslarına katıldım, birebir yatırımcı görüşmelerinde bulundum. Yatırımcılarla belli bir noktaya geliyoruz ve sonunda yatırımcılar, "Tamam, bizi ikna ettiniz. Türkiye ekonomisi gerçekten çok parlak başarılar sergiledi. Önümüzdeki dönemde daha büyük fırsat imkânları sunuyor, ama Türkiye'den ne alacağız?" diyorlar. Yabancı yatırımcı, doğrudan sabit sermaye yatırımı yapmayacaksa, hisse senedi, tahvil, menkul kıymet almak istiyor. Bizim yeteri kadar menkul kıymetimiz yok. O işletmelerin, o kurumsal yatırımcıların arzuladıkları büyüklükte menkul kıymetimiz yok. Borsamızdaki hisse senetlerinin % 60'tan fazlası yabancılara ait.

ihraç edildi. Bunlar şu an Londra'da işlem görüyor. Biz bunların İMKB'de de işlem görmesi için hazırlıklara başladık, yakın zamanda bununla ilgili güzel haberler vereceğiz.

Ürün çeşitliliğini artırmamız lazım. Türev ürün çeşitliliğini artırmamız lazım. Tüm bunlarla biz hem sermaye piyasamızın derinliğini hem de genişliğini önümüzdeki dönemde geliştireceğiz. Tabii bununla beraber yatırımcı tabanının genişlemesi de önemli, bir taraftan halka arz seferberliği yaparken, diğer taraftan da yatırımcı seferberliğimiz devam ediyor.

Borsaya yatırım yapanlar için, genelde oluşturulmaya çalıştırılan kanaatin aksine herhangi bir kumarla hiçbir ilgisi yok. Ama siz kumar oynar gibi hareket etmek istiyorsanız bunu her yerde yapabilirsiniz. Ticarette de yapabilirsiniz. Mal ticaretinde de bu şekilde hareket eden insanlar olabilir. Bankacılıkta da aynı şey olabilir. Geçmişte daha önce gördük. Ama bunlar hiçbir zaman çoğunluğu teşkil etmez, edemez. Yapısal olarak böyle bir şeyin sürdürülebilir olması mümkün değil. Dolayısıyla, birtakım temel ilkelere uyum sağladığımız zaman, sermaye piyasası yatırımları, hangi dönem itibariyle bakarsak bakalım, orta dönemde diğer tüm finansal yatırımlardan daha iyi getiri sağlar.

Bununla ilgili nelere dikkat etmeliyiz?

İMKB'nin web sitesinde "Bilinçli Yatırımcı" diye, interaktif bir bölüm açtık. Oraya girildiğinde, ders alır gibi anlatılıyor; nasıl yatırım yapılması lazım ki, yüksek riskle karşı karşıya kalınmasın ve makul bir getiri sağlansın. Bu ve benzer konularda, adım adım hem borsayı tanıtan, hem finansal yatırımlar konusunda bilgi veren, hem de buradaki temel prensipleri aktaran, soru cevap kısmının da yer aldığı bir bölümümüz var. Çok yakında lansmanı da yapılacak. Bu piyasayı geliştirmek istiyorsak, kurumsal yatırımcılara tüm kolaylıkları sağlamak zorundayız.

Sizce neden öncelikle kurumsal yatırımcı?

Kurumsal yatırımcılar gerçekten çok önemli. Benim bununla ilgili model aldığım kişi, Osman Gazi. Osman Gazi, Osmanlı Beyliği'nin yönetimini devraldığı zaman beylik Anadolu'nun ücra bir köşesi kabul edilebilecek, uç bir yerdeydi. Anadolu'nun ortasında Karamanlı var. Biraz daha ileride Dulkadiroğlu, Ramazanoğlu ve Samanoğlu var. Bunlar Anadolu'nun önemli beylikleri ve hepsi merkeze yakın. Bu çerçeveden bakılınca Osmanlı Beyliği, Anadolu'nun ücra bir köşesinde küçük bir beylik ve etrafı düşmanla çevriliydi.

Osman Bey'in burada yaptığı iki önemli şey var: Birincisi, *"Bilginler nerede olurlarsa olsunlar hepsi benim başımın tacı. Gelsinler, her türlü imkânı sağlayacağım. Yeter ki, benim beyliğime yerleşsin ve bilimsel çalışma yapsınlar,"* diyor. Bugünkü tabirlerle, "Ar-Ge yapın, inovasyon yapın, bilgi birikimine katkı sağlayın" diyor yani. Bu durum, aynı zamanda hukuk sistemini de güçlendiriyor. Çünkü herkesin itibar ettiği, ismi duyulmuş olan hukuk bilginleri de geliyor. İkincisi, *"Benim beyliğime giren tüm ticaret erbabı, benim şahsi korumam ve güvencem altındadır. Malınızın, canınızın kefili benim. Buyurun gelin. Söğüt Pazarı'na giriş serbest, orada sizden yüksek vergiler alınmayacak, bir ihtilaf çıktığı zaman çok sayıda yetkin hukukçularımız var, anında problemi çözecekler, başka bir talebiniz de varsa söyleyin, yapacağım,"* diyor. Bu haber kulaktan kulağa duyuluyor ve her tüccarlar buraya gelmeye başlıyor. Mal alacak olanlar en iyi, en kaliteli, en ucuz malı nerede buluruz diye sorduklarında, verilen cevap *"Söğüt Pazarı"* oluyor. Dolayısıyla iktisadi faaliyetler, bu bölgede süratle canlanıyor. Hem de Anadolu genelinde iktisadi faaliyetlerin yavaşladığı bir dönemde oluyor bu.

Burada ben MÜSİAD'ın kuruluş vizyonuna bir atıfta bulunmak istiyorum: Âlim, Emir ve Tacir. Osman Bey'in gerçekleştirdiği şey de bu. Biz de aynı şeyi yapmak istiyoruz aslında. Hedefimiz; İMKB'yi, kurumsal yatırımcıların, gelmeyi arzu edecekleri, menkul kıymetlerini ihraç etmeyi arzu edecekleri, dünya ile gerçekten rekabet edebilecekleri bir merkez haline

nasıl getirebiliriz? Bu, hükümetimizin İstanbul Finans Merkezi Projesi ile de büyük bir uyum içerisinde. İstanbul Borsası, İstanbul Finans Merkezi Projesi'nin bel kemiğidir. Borsanın, merkezde yer almadığı bir finans merkezi dünyanın hiçbir yerinde yoktur. Bunu gerçekleştirebilmek için kurumsal yatırımcıları Türkiye'ye getirmemiz lazım. Çünkü onlar, pazara derinlik kazandıracaklar.

Zaman zaman bireysel yatırımcılar, *"Hep kurumsal yatırımcılardan bahsediyorsunuz bizi niçin düşünmüyorsunuz?"* diyebilirler. Halbuki kurumsal yatırımcıların sayısının artması, bireysel yatırımcıların yararınadır. Bireyler için en avantajlı piyasa, tam rekabetçi piyasadır. Çünkü tam rekabetçi piyasada tüketici, yani bireysel yatırımcı, faydasını en iyi şekilde gerçekleştirebilir. Peki, tam rekabeti nasıl gerçekleştireceğiz? Bir tarafta çok büyük ölçekli kurumsal yatırımcılar var, bilgi var, teknoloji var, diğer tarafta da bireysel yatırımcılar var. Piyasa, sadece bu iki gruba kalırsa tam rekabetin gerçekleşmesi biraz zor. Ama kurumsal yatırımcıların sayısı çok artar ve onlar kendi aralarında rekabet etmeye başlarsa, o zaman oluşan fiyat tam rekabetçi piyasa fiyatı olur, o zaman oluşan ortam etkin piyasa ortamı olur. Yani bireysel yatırımcının hakları ve menfaatleri açısından da kurumsal yatırımcıları öncelememiz daha doğru ve mantıklı olur.

Kurumsal yatırımcı olarak neyi kastediyorum? Küresel ölçekte faaliyet gösteren yatırım fonlarını, yatırım bankalarını, sigorta şirketlerini. Biliyorsunuz bireysel emeklilik sistemi ülkemizde de faaliyete başladı ama henüz istenen performansı yakalayamadık. Dün, Sayın Maliye Bakanımızı dinledik, kendisi bu konuda alınan kararlara ilave olarak yeni birtakım teşviklerin de hazırlandığını belirtti. Bireysel Emeklilik Sistemi'nin teşvik edilmesi, hem mali disiplin açısından hem maliye politikalarımız açısından hem de sermaye piyasalarımız açısından son derece önemlidir.

Çok büyük bir fırsat önümüzde duruyor; şimdiye kadar nelerin yapılmadığını değil, bundan sonra nelerin yapılabileceğini konuşmalıyız. Şahıslar olarak hiçbir zaman tevazuu elden bırakmamalıyız. Ama ülkemiz söz konusu olduğunda, son derece iddialı olmalıyız. Çünkü Türkiye'yi hak ettiği noktaya getirmek için hiç durmadan koşmamız lazım. Tüm imkânlar

Borsaya yatırım yapanlar için, genelde oluşturulmaya çalıştırılan kanaatin aksine herhangi bir kumarla hiçbir ilgisi yok. Ama siz kumar oynar gibi hareket etmek istiyorsanız bunu her yerde yapabilirsiniz. Ticarette de yapabilirsiniz. Mal ticaretinde de bu şekilde hareket eden insanlar olabilir. Bankacılıkta da aynı şey olabilir. Geçmişte daha önce gördük. Ama bunlar hiçbir zaman çoğunluğu teşkil etmez, edemez. Yapısal olarak böyle bir şeyin sürdürülebilir olması mümkün değil. Dolayısıyla, birtakım temel ilkelere uyum sağladığımız zaman, sermaye piyasası yatırımları, hangi dönem itibariyle bakarsak bakalım, orta dönemde diğer tüm finansal yatırımlardan daha iyi getiri sağlar.



elimizde, yeter ki biz kararlı bir şekilde çalışalım. Bunları yaptığımız zaman, şu anda kendimiz karşılaştırdığımız ve gerisinde olduğumuzu gördüğümüz Polonya gibi, Moskova gibi veya Kore gibi borsalarla değil, Frankfurt, Londra, Singapur Borsalarıyla boy ölçüşebilecek, onlarla aynı ligde rekabet edebilecek noktaya gelebiliriz.

Finansal okuryazarlığın artması için borsa projeleri var mı? Bu konuda MÜSİAD gibi kurumlarla hangi ortak programlar gerçekleştirilebilir?

Finansal okuryazarlık, çok önemli bir konu ve krizden sonra daha da önem kazandı. Bıçak doğru el tarafından kullanılırsa hayat kurtarabilirken, yanlış ellere geçerse, en basit ifadeyle yaralayabilir. Bu konuda da bilinçlenmek son derece önemlidir. Bilinçli Yatırımcı bizim çok önem verdiğimiz bir çalışma. İMKB'nin web sitesi üzerinden yayınlanan bu çalışmayı yakın zamanda interaktif şekilde kullanabileceksiniz. Bunun dışında yaptığımız konferanslarla bunu artırmaya çalışıyoruz. Aslında birçok ülkede bu konular 2. derece eğitimlerde müfredatın bir parçası olmaya başladı. Bizim lise müfredatına da böyle bir ders konulmasının yararı olabilir. Çünkü sistem eğer en başta doğru kurgulanmazsa, sonrasında ciddi sıkıntılarla karşılaşılabiliyor.

Basından izlediğimiz kadarıyla ilk sukuk ihracını Kuveyt Türk, dış piyasaya yönelik olarak yaptı. Şirketimiz bünyesinde kira getirisi olan plazalarımız var. İç piyasaya dönük, borsada sukuk olarak bu kira getirisini nasıl uygulamaya geçirebiliriz?

Kira sertifikaları, bildiğiniz gibi herhangi bir varlığın sağladığı kira gelirinin teminat gösterilmesi yoluyla, o varlığın satılıp sonra tekrar geri kiralanması temeline dayanan bir yöntemdir. Bunun için birincisi, bu işe münhasır bir şirket kurulması gerekiyor. Sizin de dediğiniz gibi Kuveyt Türk ilk ihraçları gerçekleştirdi. Bunlar şu an Londra Borsası'nda işlem görüyorlar. Bu arada bu pazar dünyada hızla gelişiyor. En son gelinen noktada 200 milyar doları bulmuştu pazarın büyüklüğü. Burada Malezya, İngiltere ve Lüksemburg ilk sıraları alıyorlar. İMKB'de de bu kira sertifikalarının alınıp satılması için gerekli çalışmaları tamamlamak üzereyiz. Önümüzdeki günlerde de bunu açıklayacağız. Tabii ki aracı kurum ve kuruluşlarımız yardım ve destekleriyle bu gerçekleşecek. Bu konuda katılım bankalarımızla da görüşme yapılıp daha ayrıntılı bilgi alınabilir.

GİP'te halka arz için KOSGEB'in sağladığı aracı kurum desteği 60.000 TL. Sizce bu miktar yeterli mi?

Bu miktarın daha çok olmasını arzu ederiz tabii ki. Ama şunu da unutmayalım, bu yapılan yardımlar, kolaylık sağlamak ve alıştırma yapmak içindir. Çünkü sonuçtan asıl istifade edecek olan bizim işletmelerimizdir. Dolayısıyla, bunu bir başlangıç olarak kabul edelim, ben bunun önemli ve kayda değer bir başlangıç olduğunu düşünüyorum.

Yabancılara mülk edinme hakkı sağlayan Kanun ve Kentsel Dönüşüm Yasası'nın, borsadaki GYO'ları nasıl etkileyeceğini düşünüyorsunuz, özellikle de yabancı yatırımcı açısından?

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, yatırımcılarına bir gayrimenkulün sağladığı gelirden istifade edilmesine imkân tanıyan pay ortaklıkları hakkı verir. Tabii ki yeni gayrimenkul projelerinin gündeme gelmesi ve bunların GYO'ların portföylerine alınmak suretiyle halka arzı bunu hızlandıracaktır. Burada dikkat etmemiz gereken şey, sahip olduğumuz varlıklar önemli ama bence sahip olduğumuz en önemli varlık İstanbul'dur. Dolayısıyla, bu projelerin, hem İstanbul'un tarihi ve kültürel dokusuna, hem kentsel gelişim ilkelerine ve insanların insanca yaşayabileceği şehirsel düzenlemelere uygun olarak geliştirilmesi gerekir.

İSO 1000 ile ilgili neler yapmayı hedefliyorsunuz? Kurumsal yatırımcılar hedefiyle ilgili neler söyleyebilirsiniz? İstanbul Finans Merkezi ne zaman kurulacak? Gözaltı Pazarında yer alan 22 şirket ne olacak?

Mevzuat çerçevesinde ne gerekiyorsa o yapılıyor. Kurumsal yatırımcılar, mesela sigortacılığın ülkemizde gelişmesiyle beraber özellikle de Bireysel Emeklilik Sigortalarının, çok önemli bir katkı sağlayacak. Ama onun dışında da dün Sayın Maliye

Hedefimiz; İMKB'yi, kurumsal yatırımcıların, gelmeyi arzu edecekleri, menkul kıymetlerini ihraç etmeyi arzu edecekleri, dünya ile gerçekten rekabet edebilecekleri bir merkez haline nasıl getirebiliriz? Bu, hükümetimizin İstanbul Finans Merkezi Projesi ile de büyük bir uyum içerisinde. İstanbul Borsası, İstanbul Finans Merkezi Projesi'nin bel kemiğidir. Borsanın, merkezde yer almadığı bir finans merkezi dünyanın hiçbir yerinde yoktur. Bunu gerçekleştirebilmek için kurumsal yatırımcıları Türkiye'ye getirmemiz lazım.

Bakanımız bu konuyla ilgili açıklamalarda bulundu. Kurumsal Yatırımcıların İstanbul'a gelip faaliyet göstermesiyle ilgili bazı kolaylıklar sağlanacağından bahsetti. En önemlisi, vergi kolaylıkları sağlanmasıdır. Burada da az önce verdiğim örnek gibi, bence işlem hacmini artırabilirseniz, pazarınızı genişletebilirseniz daha düşük vergi oranlarıyla bile daha yüksek tahsilat yapabiliyorsunuz. Bir finansal kuruluş, bu ülkede zaten hiç faaliyet göstermiyorsa ondan zaten bir vergi tahsilatınız yok. Dolayısıyla, ona bir muafiyet tanımakla vergi gelirleriniz açısında bir kayıp söz konusu olmuyor. Ben Maliye Bakanlığımızın son derece dikkatli ve duyarlı çalıştığını biliyorum. Tabii bunu İstanbul Finans Merkezi Projesiyle ve Bakanlar Kurulumuzun benimsediği eylem planımızla da ilişkilendirmek lâzım. Gerçekten İstanbul Finans Merkezi Eylem Planı'nda belirlenen öncelikler, hakikaten son derece önemlidir. Biz bu konuda hem Türkiye ekonomisi içinde hem de dünyadaki benzerleri arasında hak ettiği seviyeye getirmek için bir atılım ve gayret içerisindeyiz. Hakeza borsamız da 1985 Aralık'ta kurulmuş bir borsa değildir. Aslında bizim borsamız, *Tahvilat ve Esham Borsası* adıyla, 1860'lara kadar uzanan bir borsadır. Dünyanın ilk borsaları belki 15. yy'da faaliyet göstermeye başlamış ama o anlamda bizim de pazarlarımız var. Evet, belki menkul kıymet alım satımı yapılmıyor ama, onlarda kendi ölçeklerinden bazı finansal varlıkların el değiştirdiği yerler bizde de var. Bugün İMKB, bir Viyana, Frankfurt Borsası kadar köklü ve tarihi olan bir borsa aslında.

GİP'te, Ltd. Şti.'ler ve şahıs şirketleri yer alabilecek mi?

Hisselerin işlem göreceği bir pazar olacağı için, hisselerin tedavülüyle ilgili hiçbir kısıtlama olmaması lazım. Tabii ki A.Ş. olması gerekiyor. Ama bununla ilgili ayrıntılar çok fazla. Ayrıntılı bir program yapmak gerekir ya da piyasa danışmanlığı yapan aracı kurumlara müracaat edilerek daha fazla bilgi alınabilir.

İstanbul daha yoğun bir finans merkezi olacağına göre, Anadolu şehirlerinin sitesini gösteren bir yatırım merkezi olması nasıl sağlanabilir? Hissesi işlem gören 363 firmanın olduğunu ve bunların yaklaşık 200 milyar dolar piyasa değeri olduğunu söylediniz. Peki, bunların ne kadarlık kısmı hisse olarak işlem görmekte, olması gereken rakam nedir? 1 trilyon dolarlık GSMH ile birlikte % 1,5 dünyadaki üretim payından baktığımız zaman hedefinizi söylediniz ama olması gereken dünyadaki borsanın hacmi nedir? 51,5 milyar dolar civarında toplam yatırım gelmiş, 50 milyar dolarlık toplam getiri sağlanmış, bu makul seviyede midir?

Çok büyük bir fırsat önümüzde duruyor; şimdiye kadar nelerin yapılmadığını değil, bundan sonra nelerin yapılabileceğini konuşmalıyız. Şahıslar olarak hiçbir zaman tevazuu elden bırakmamalıyız. Ama ülkemiz söz konusu olduğunda, son derece iddialı olmalıyız. Çünkü Türkiye'yi hak ettiği noktaya getirmek için hiç durmadan koşmamız lazım.

Bahsedilen tüm rakamlar, mutlak değer olarak çok fazla bir anlam ifade etmiyor. O yüzden oransal karşılaştırmalar yapıyoruz. Bu rakamların hepsi ne Türkiye'nin, ne de İstanbul'un potansiyeline uygun değildir, aradaki farkı kapatmalıyız. Burada algı çok önemlidir. Örneğin, spekülasyon denildiğinde bizlere hemen olumsuz şeyler çağrışım yaptırır. Aslında tanımı itibariyle spekülasyon, herhangi bir varlığın -bu mal da olabilir, menkul kıymet de olabilir, döviz de olabilir- değeri ile ilgili geleceğe dönük bir beklenti sahibi olmak ve o beklentiye yönelik pozisyon almaktır. Asıl olan, bir yatırım yapıp, o yatırımları makul bir süre portföyünüzde tutmaktır. Ama gün içerisinde sık sık alım satım yapan kurumlar da bu faaliyetleriyle hem işlem hacmini artırıyorlar, hem de sürekli fiyat oluşumuna katkıda bulunuyorlar. Çünkü herkes hisse senedini alıp, sonra portföyünde tutacak olsa hiç alım satım yapmayacak olsa, piyasada sağlıklı fiyat oluşumu olmaz.

Spekülasyon, aslında tabiatı itibariyle başlı başına kötü ya da uzak durulması gereken bir şey değildir. Ancak iş sadece spekülasyondan ibaret olursa, hiç gerçek taraflı işlem olmazsa ve bunu bireysel yatırımcılar yapmaya kalkarsa o zaman istenmeyen tablolar ortaya çıkar. Herkes kendi işini yapmalı, hisse senedi veya sermaye yatırımı herkesin oturduğu yerden karar verebileceği bir şey değildir. Bunun için bilgi toplamak, bilgiyi analiz etmek, onun sonuçlarına göre doğabilecek riski yönetebilecek büyüklükte bir portföy oluşturmak gibi ölçüler gerekir. Bunun için bilgi, birikim, tecrübe, teknik donanım, teknoloji, ölçek gerekir. Bunlar kurumsal yatırımcılarda var. Bireysel yatırımcı, kurumsal yatırımcı gibi davranmaya kalktığı zaman işin boyutu değişir. Bireysel yatırımcılar mümkün mertebe kurumsal yatırımcılar üzerinden bu pazara erişmelidir. Onun dışında davranacak olanlar da sitede yer alan "Bireysel Yatırımcı" kısmını iyice sindirip, finansal okuryazarlığı kazanıp o şekilde yatırım yapmalıdırlar. İşte o zaman bu bahsettiğimiz oranların hepsi kendiliğinden yükselecektir.

Geçmişte bazı kurumsal yatırımcılar, brokerların yönlendirmesiyle yanlış yatırımlar yaptılar. Bu durumlarla karşılaşmamak için neler yapılmalı?



Hem Sermaye Piyasası Kanunumuzda şu an yürütülen birtakım çalışmalar, hem kurumsal yönetim ilkeleri ve benzer TTK'da ki yeni düzenlemeler hep bu bahsedilen olumsuzlukların giderilmesi yönündedir. Bunlar zannetmeyelim ki sadece Türkiye'de oldu. Yakın zamanda 1999-2000 yılında ABD'de yaşanılan hadiseleri hatırlayalım. Çok büyük kurumlar, çok ciddi sıkıntılar yaşadılar, bazıları faaliyetlerine son verdiler. Daha da yakın zamana gelecek olursak en son yaşanan finansal krizde yine benzer şekilde, geliştirilmiş finansal mühendislik ürünü yatırımların, ona yatırım yapan belki de neye yatırım yaptıklarının farkında olmayan insanlara çok ciddi kayıplar yaşattı. Bunlar her zaman olabilir. Ancak şunu unutmamak lâzım, normal dağılım içerisinde biz artı eksi bir standart sapma içerisinde % 67'lik bir gruptan bahsediyoruz. Kim ki size kolay, çabuk, başka yerlerde olmayan yüksek bir kazançtan bahsediyor, 2 kere düşünmeniz lazım. Ama siz birtakım yaldızlı vaatlere kanıp, tamah edip kısa yoldan 1 verip 3 alayım gibi düşüncelere takılırsanız, hüsran kaçınılmaz olur. Bu yüzden hep uzun vadeli düşüneceğiz, artık ülkemizdeki makroekonomik ortam, uzun vadeli bakmaya uygundur. TCMB'da YK üyesi olan Sayın İlker Parasız'ın borsa yatırımlarıyla ilgili güzel bir stratejisi vardır. Der ki, "Alırken 'La havle' diyeceksin, satarken 'Allah bereket versin' diyeceksin."

Şirketlerin ve yatırımcının bilinçlenmesini vurguladınız. Bu anlamda halka açık olmayan şirketlere tanıtım yapılması yönünde bir düşünceniz var mı?

Halka arz seferberliğimiz devam edecek. Hem ticaret ve sanayi odalarımızla illerde toplantı yapacağız. Hem böyle toplantılarla, hem de basınımız aracılığıyla şirketlerimize ulaşmaya çalışacağız. Hisselerin halka arz edilmesinin şirketler açısından ne kadar avantajlı olacağını anlatacağız. Yaptığınız işe güveniyorsanız, bu yöntem her zaman için diğer yöntemlerden daha avantajlıdır. Tabii burada önemli olan, bu yolla sağlanan sermayenin mümkün mertebe şirkette tutulmasıdır. Yani ortak satışı değil, sermaye artışı yoluyla tabir ettiğimiz durum. Ama belli bir büyümeden sonra elbette ortak satışı da kaçınılmaz olur. Şirket için tüm finansman yöntemlerinden çok daha avantajlı. Bir kere, sabit bir ödemeyi tekeffül etmiyorsunuz, sermayenizi genişletiyorsunuz ve kurumsallaşmanızı artıyorsunuz.

Yabancı payının % 60'lar seviyesinde olması normal midir? Sırf faizli olduğunu düşünerek borsadan uzak kalan ve şirketini de halka açmayan bir kesim var, bunlara yönelik olarak bir çalışmanız var mı?

Yabancı payı yurtiçi tasarruflarımızla ilgilidir. Yurtiçi tasarrufların genel olarak bir yetersizliği söz konusu. Fakat neden düşük olduğunu sorarsak, bunun anlaşılabilir yapısal sebepleri var elbette. Türkiye uzun bir istikrarsızlık döneminden sonra bir istikrara kavuştu. Dolayısıyla, eskiden olmayan uzun vadeli finansman imkânları şu anda mümkündür. Geçmişten gelen bir tüketim açığı var, bir taraftan milli gelir artıyor. Ama nüfusun Türkiye gibi genç olduğu bir ülkede kesinlikle daha yüksek tasarruf oranları olması gerektiğini düşünüyorum. Genel olarak bakıldığında, gençler daha fazla tasarruf yapar. Tabii bu tasarrufu yapabilmeleri için tasarruflarını güvenilir, uygun, kolay erişilebilir ve tercih edilebilir finansal araçlara yönlendirmeleri lâzım. Yeteri kadar finansal araç olmazsa tasarrufların artması mümkün olmaz. Şu anda Türkiye'de bildiğimiz tek tasarruf aracı var o da banka mevduatı. Mutlaka diğer yatırım araçlarımızı da yatırımcılarımıza tanıtmamız lâzım. Orada da yatırımcı seferberliğimiz devreye giriyor. Bizim yurtiçi tasarruflarımız yeterli olmayınca yabancıların tasarruflarından istifade etmemiz gerekiyor. Nasıl bankalarımız mevduatlar yetmediği için sendikasyonla ya da başka tür yabancı finansman imkânlarıyla bilançolarını büyütüyorlarsa, nasıl şirketlerimiz yurtdışından kaynak temin etmeye çalışıyorsa borsadaki hisse senetlerine de yabancı yatırımcılar ilgi gösteriyor. Yabancıların ilgi göstermesi kendi başına kötü bir şey değil ama bu biraz daha dengeli olursa borsamızın küresel çalkantılara olan hassasiyeti daha az olur. Borsa olarak, hisse senedi yatırımlarını kastediyorsak, hisse senedi bir şirketin ortaklık hakkını doğuran bir belgedir. Onun herhangi bir şekilde bir gelir veya getiri taahhüdü yok, üzerinde herhangi bir faiz oranı yoktur. Hisse senedine yatırım yapmış bir kişi, bir şirketin o hisse oranınca ortağı olmuş olur.

Verdiğiniz bilgiler için teşekkür ederiz.
Ben teşekkür ederim.

Özgür Pehlivan
BM Daimi Temsilci Yardımcısı

Uluslararası Finansman Kuruluşları ile İlişkiler



I. Uluslararası Finansman Kuruluşlarının Genel Yapısı ve Ayrımları

Uluslararası Finansman Kuruluşları (UFK), gelişmekte olan ülkelerdeki ekonomik ve sosyal kalkınma faaliyetlerine destek olmak üzere çeşitli sektörlerdeki yatırım projelerinin finansmanı için proje kredileri sağlayan, piyasalardan temin edilen kredilere kreditör kuruluşlar lehine garanti temin eden ya da yatırım gerçekleştiren şirketlerin öz sermayelerine iştirak şeklinde uzun vadeli kaynak sağlayan kuruluşlardır.

Finansman ve teknik bilgi ve uzmanlık sağladığımız Uluslararası Finansman Kuruluşları (UFK) çeşitli açılardan farklı sınıflandırmalara tabi tutularak ele alınabilir. Bu kapsamda aşağıdaki kriterler altında farklı gruplar altında bu kuruluşları değerlendirmeye alabiliriz:

a) 1. Yatırım ve ticari işlemlere kaynak sağlamakla birlikte esas itibariyle kalkınma misyonu olan, bu çerçevede uzun vadeli imtiyazlı krediler sağlamanın yanı sıra kurumsal gelişmeyi desteklemek üzere eğitim ve danışmanlık temin eden Kalkınma Bankaları. Türkiye'de faaliyet gösteren ve yakın çalışma içinde bulunduğumuz kalkınma bankaları aşağıda yer almaktadır:

Dünya Bankası Grubu altında yer alan;
- Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankası (IBRD)
- Uluslararası Finansman Kurumu (IFC)
- Avrupa İmar ve Kalkınma Bankası (EBRD)
- Avrupa Konseyi Kalkınma Bankası (CEB)
- İslam Kalkınma Bankası (İKB)

2. Sadece orta ve uzun vadeli fon sağlayan ve yakın çalışma içinde bulunduğumuz yatırım bankaları

- Avrupa Yatırım Bankası (AYB)
- Ekonomik İşbirliği Ticaret ve Kalkınma Bankası (ECOBank)

Uluslararası Finansman Kuruluşları (UFK) nedir?

Uluslararası Finansman Kuruluşları (UFK), gelişmekte olan ülkelerdeki ekonomik ve sosyal kalkınma faaliyetlerine destek olmak üzere çeşitli sektörlerdeki yatırım projelerinin finansmanı için proje kredileri sağlayan, piyasalardan temin edilen kredilere kreditör kuruluşlar lehine garanti temin eden ya da yatırım gerçekleştiren şirketlerin öz sermayelerine iştirak şeklinde uzun vadeli kaynak sağlayan kuruluşlardır.

- Karadeniz Ticaret ve Kalkınması (KTKB)
- Nordic Investment Bank (NIB)

Yukarıdaki kuruluşların bir bölümü küresel ölçekte uluslararası kuruluşlar iken CEB, İKB, KTKB, ECOBank ve NIB gibi bir bölümü de bölgesel kuruluşlardır. Diğer bir ifade ile sadece bulundukları bölgede faaliyet gösterirler. AYB ve NIB hariç yukarıda yer diğer bütün UFK'lar üyesi olduğumuz sermayesinde pay sahibi olduğumuz uluslararası ve bölgesel finansman kuruluşlarıdır.

b) IBRD gibi UFK'lar sadece doğrudan kamu projeleri kapsamında faaliyette bulunup kamu kuruluşlarına finansman sağlarken EBRD gibi bazı finansman kuruluşları da Türkiye'de sadece özel sektöre fon ve garanti vermektedir. Diger bütün UFK ise hem özel sektör hemde kamu sektörü ile çalışabilmektedir.

c) Yukarıda değinilen UFK'larının dışında üyesi olduğumuz ancak Türkiye'de faaliyet göstermeyen Asya Kalkınma Bankası ve Afrika Kalkınma Bankası gibi uluslararası kalkınma bankaları da bulunmaktadır. Her ne kadar bu kuruluşlar Türkiye'de gerçekleştirilen projeler için finansman ve kredi sağlamasa da diğer ülkelerde bu kuruluşların finansmanı ile gerçekleştirilen projelerin ihalelerine Türk müteahhitlik ve müşavirlik şirketleri katılabildiği için ülkemizden hizmet ihracatinda bulunan müteahhitlik müşavirlik firmalarımız için bu kuruluşların faaliyetleri önemli bir finansman imkânı yaratmaktadır.

d) Fonlama maliyetleri açısından da UFK birbirinden farklı özellikler arz etmektedir. IBRD, EIB, İKB ve CEB gibi kuruluşlar kendi fonlama maliyetlerinin üzerine düşük marjlar ilave ederek genel olarak bütün borçlular için aynı oranlardan faiz seviyesini belirlerken, IFC, EBRD gibi kuruluşlar projenin ve borçlunun risk analizini yaparak farklı fiyatlandırma politikaları uygulayabilmektedir. Dolayısıyla ilk grupta yer alan kuruluşlardan yapılan borçlanmanın maliyeti daha düşük ve vadesi daha uzun olurken (Altyapı projeleri için vade beş-altı yılı ödemesiz toplam otuz yıla kadar. KOBİ kredileri için üç, dört yılı ödemesiz toplamda on-on iki yıllık vadeler) (Borçlanma maliyetleri ise LIBOR-EURIBOR gibi değişken faiz oranları üzerine % 0,5-1 ek marjlar dahilinde) diğer kuruluşlardan yapılan borçlanma işlemlerinin maliyeti göreceli olarak daha yüksek olmaktadır. Bununla birlikte UFK en yüksek kredi değerleme notuna (rating AAA) sahip oldukları için yüksek kredibiliteleri ölçüsünde uluslararası piyasalardan yapmış oldukları borçlanmanın düşük maliyetlerini kendi borçlularına yansıtmaktadırlar. Böylece UFK'larından yapılan borçlanmaların maliyeti her şartta ticari bankalardan yapılan borçlanmanın maliyetinden düşük olmakta vadesi de uzun olmaktadır.

e) UFK ile ilişkilerimiz son yıllarda çok yıllı işbirliği programları kapsamında yapılandırılmaktadır. Ülke İşbirliği Stratejisi olarak adlandırılan bu programlar ile üç dört yıllık bir dönem içinde finansal ve teknik işbirliğinin kapsamı belirlenirken yıllara sari toplam finansman tutarı üzerinde de

Türkiye'de faaliyet gösteren ve yakın çalışma içinde bulunduğumuz Kalkınma Bankaları nelerdir?

Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankası (IBRD), Uluslararası Finansman Kurumu (IFC), Avrupa İmar ve Kalkınma Bankası (EBRD), Avrupa Konseyi Kalkınma Bankası (CEB), İslam Kalkınma Bankası (İKB).
Sadece orta ve uzun vadeli fon sağlayan yatırım bankaları ise; Avrupa Yatırım Bankası (AYB), Ekonomik İşbirliği Ticaret ve Kalkınma Bankası (ECOBank), Karadeniz Ticaret ve Kalkınması (KTKB), Nordic Investment Bank (NIB). Belirttiğimiz bankalardan; CEB, İKB, KTKB, ECOBank ve NIB, sadece bulundukları bölgede faaliyet gösterirler. IBRD, sadece kamu kuruluşlarına finansman sağlarken, EBRD sadece özel sektöre fon ve garanti vermektedir. Ayrıca, Türkiye'de faaliyet göstermeyen Asya Kalkınma Bankası ve Afrika Kalkınma Bankası gibi uluslararası kalkınma bankaları, Türkiye'de gerçekleştirilen projeler için finansman ve kredi sağlamasa da bu bölgedeki Türk yatırımcılar için kaynak sağlamaktadırlar.



ön bir mutabakat oluşturulmaktadır. İşbirliği programı kapsamında beraber çalışılacak sektörler üzerinde mutabık kalınmakta ve bu kapsamda finansman sağlanabilecek projeler belirlenmeye çalışılmaktadır. Sözkonusu işbirliği programları ilk olarak Dünya Bankası ile oluşturulmuş bilahare etkinliği de gözönüne alınarak EBRD, CEB ve İKB ile benzeri programlar geliştirilmiş ve halen yürütülmektedir.

II. Uluslararası Finansman Kuruluşlarının Finansman Enstrümanları

UFK'larının sağladığı finansman türleri temel olarak üç başlık altında toplanabilir:

1. Orta ve Uzun Vadeli Proje Kredileri ve Kısa Vadeli Ticaret Finansmanı

Uluslararası Finansman Kuruluşları, altyapı ve imalat sektöründe gerçekleştirilen çeşitli yatırım projelerinin finansmanı için proje kredisi temin ederler. Sözkonusu krediler kamu projelerinin finansmanı için doğrudan kamu kurum ve kuruluşlarına açılabileceği gibi özel sektörün çeşitli sektörlerdeki yatırım projelerinin fonlama ihtiyacı içinde krediler de temin edilmektedir. Bunun yanında kamunun altyapı projelerinde PPP modellerinin uygulanması durumunda proje yürütücüsü şirketlerin de UFK'ndan doğrudan krediye erişim imkânları bulunmaktadır. Proje kredilerinin vadesi ve finansman maliyeti borçlunun ve projenin niteliğine aynı zamanda kreditör kuruluşun çalışma prensiplerine göre değişebilmektedir.

Kamu sektörü projelerine göre özel sektör projelerine UFK tarafından temin edilen kredilerde genel olarak bir alt limit uygulanmaktadır. UFK'nın büyük bir bölümü 10 milyon Dolar kredi ihtiyacının altında fonlama ihtiyaçları olan projelerle ilgilenmemektedir. UFK için belli bir limitin altında gerçekleştirilen fonlamaların işlem maliyetleri katlanılabilir bulunmamaktadır. Bu nedenle küçük ve orta ölçekli firmalarının doğrudan UFK finansmanına erişim şansları bulunmamaktadır. Bununla birlikte, ekonominin itici gücü olan küçük ve orta ölçekli firmalarımızın yatırım ve işletme sermayesi ihtiyaçlarının karşılanmasında UFK'larının göreceli ucuz ve uzun vadeli kaynaklarına erişim sağlaması büyük önem arz etmektedir. Bu çerçevede UFK'nın işlem maliyeti tereddütlerini bertaraf etmek üzere yerli finansman kuruluşlarımızın kredi kullandırımına aracılık ettiği "Kredi Hatları" modeli geliştirilmiştir. Kredi Hatları (*Credit Lines*) modelinde yerli kalkınma ve ticari bankalarımız, Hazine garantisi altında ya da doğrudan UFK'dan uzun vadeli ve düşük faizli kredi temin etmekte bilahare fonlama maliyetlerinin üzerine uygun bir marj ekleyerek söz konusu kaynakları portföylerindeki yatırımcı müşterilerinin fizibilitesi yüksek projelerinde veya işletme sermayesi ihtiyaçlarının karşılanmasında kullandırmaktadırlar. Söz konusu model, ilk olarak

Uluslararası Finansman Kuruluşları (UFK), ne tür finansal destekler sunar?

Bu destekleri üç ana başlık altında ele almak mümkün; a) Orta ve Uzun Vadeli Proje Kredileri ve Kısa Vadeli Ticaret Finansmanı, b) Kredi ve Yatırım Garantileri, c) Doğrudan Sermayeye İştirak.
Bu finansmanlara maalesef küçük ve orta ölçekli firmalarının erişim şansları bulunmamaktadır. Bununla birlikte, KOBİ'lerimizin de bu finansmandan faydalanmasına yönelik olarak, "Kredi Hatları" modeli geliştirilmiştir. Kredi Hatları (*Credit Lines*) modelinde, yerli kalkınma ve ticari bankalarımız, Hazine garantisi altında ya da doğrudan UFK'dan uzun vadeli ve düşük faizli kredi temin edip, fonlama maliyetlerinin üzerine uygun bir marj ekleyerek KOBİ'lerin finansman ihtiyaçlarının karşılanmasında kullandırmaktadırlar.

1960'lı yıllarda Dünya Bankası ile geliştirilmiş ve Hazine garantisi altında sağlanan Kredi Hattı özel bir kalkınma bankası aracılığı finansman ihtiyacı içinde olan firmalarımıza kullandırılmıştır. Daha sonra sözkonusu modelin etkinliği kabul görmüş günümüzde hemen hemen bütün kamu bankaları ve özel ticari bankalar başta IBRD, IFC, EBRD, CEB, EIB ve IKB olmak üzere UFK'dan kredi hatları sağlayarak bu kaynakları firmalarımızın kullanımına imkân sağlamışlardır. UFK'dan uzun vadeli sağlanan kaynaklar, firmalara daha düşük vadelerle kullandırıldığı için temin edilen bir kredi hattının UFK'ya geri ödemesi tamamlanana kadar aracı bankalar tarafından en az iki üç kere yeniden kullandırılma (döner fon niteliği) imkânı olmuştur. KOBİ'lerin yatırım ve işletme sermayesi ihtiyaçlarının finansmanında, ihracat faaliyetlerinin finansmanında ve son yıllarda yenilenebilir enerji ve enerji verimliliği projelerinin finansmanında kullandırılmak üzere son on yılda toplam 10 milyar doların tutarının üzerinde UFK'dan kredi hattı temin edilmiştir.

Yatırım projelerinin finansmanında kullanılan finansman araçları da temel olarak iki üst başlık altında toplanabilir:

Klasik Krediler: Belli bir geri ödemesiz dönemi içeren anaparanın bir ödeme planı (amortizasyon tablosu) içinde genellikle eşit taksitlerle geri ödendiği ve geri ödeme tarihlerinde (vade tarihleri) borçluya ödenmemiş tutar üzerinden belli bir faiz oranının tahakkuk ettirildiği borçlanma enstrümanlarıdır.

Leasing (Kiralama): Önceden belirlenen bir fiyat üzerinden bir ödeme takvimi içinde kira öder gibi taksitler halinde geri ödemenin yapıldığı ve mülkiyetin borçluya vade sonunda geçtiği enstruman türleridir. Sözkonusu araçlar kredi hatları modeli kapsamında da yapılandırılabilmektedir.

İslami Finans Araçları: Şeriat hükümleri ile uyumlu, faiz faktörünün uygulanmadığı ancak finansman aracının türüne göre kar payı, taksitli satış, kiralama gibi (murabbaha, istisnaa gibi) unsurların kullanıldığı enstrümanlardır. İKB bu enstrümanları kullanan UFK'nın başında gelmektedir. Sözkonusu araçlar kredi hatları modeli kapsamında da yapılandırılabilmektedir.

İslami Finans Araçları: Şeriat hükümleri ile uyumlu, faiz faktörünün uygulanmadığı ancak finansman aracının türüne göre kar payı, taksitli satış, kiralama gibi (murabbaha, istisnaa gibi) unsurların kullanıldığı enstrümanlardır. İKB bu enstrümanları kullanan UFK'nın başında gelmektedir. Sözkonusu araçlar kredi hatları modeli kapsamında da yapılandırılabilmektedir.

Uluslararası Finansman Kuruluşlarının sunduğu teknik destekler nelerdir?

Uluslararası Finans Kuruluşları, finansman faaliyetlerini tamamlayıcı ya da tamamen bağımsız olarak teknik yardım faaliyetinde bulunurlar. Söz konusu faaliyetleri genel olarak karşılıksız olarak hibe temini yoluyla finanse ederler. Daha çok ileride kredi sağlamayı öngördükleri sektörün mevcut kurumsal, yasal yapısı ve ihtiyaç tespitine yönelik çalışmaları içerir. Son dönemde bu tür çalışmalara örnek verilecek olursa yenilenebilir enerji, enerji verimliliği, KOBİ, gıda güvenliği, kentsel altyapı sektörlerinde bütün UFK'nın Türkiye'de çalışma yaptırdığı görülmektedir.

2. Kredi ve Yatırım Garantileri

UFK'nın diğer bir önemli finansman aracı da garantilerdir. Son yıllarda sayıları artmış ve yenilikçi çeşitli garanti enstrümanları geliştirilmiştir. Bununla birlikte UFK tarafından sağlanan garantileri iki başlık altında değerlendirmekte yarar bulunmaktadır:

A. Kredi Garantileri

Borçlunun ticari bankalardan sağladığı kredilerin ya da sermaye piyasalarında ihraç ettiği tahvillerin geri ödenmemesi riskine karşı UFK tarafından kreditör bankalar lehine taahhüt edilen ödeme teminatlarıdır. Sözkonusu garanti anapara, faiz ve diğer bütün finansman giderlerinin tamamını kapsayabileceği gibi sadece anaparanın bir bölümünü ya da geri ödeme döneminin sadece belli yıllarını da (kısmi garanti) kapsayabilmektedir. UFK sağladığı garanti taahhüdüne karşılık makul bir garanti ücreti tahsil etmekte buna karşılık olarak borçlu UFK'nun kredibilitesini kullanarak kendi borçlanma maliyetinin çok daha altında borçlanma imkânına kavuşmaktadır. IBRD, IFC ve EBRD gibi kuruluşların garanti programları kapsamında özel sektör firmalarının bu imkânlardan yararlanma imkânları mevcuttur.



B. Yatırım Garantileri

Gelişmekte olan ülkelerde yabancı yatırımcıların gerçekleştirdiği projeler kapsamında maruz kalacakları politik risklere karşı UFK tarafından verilen garantilerdir. Sözkonusu politik riskleri yatırım yapılan devletin kar transferini engellemesi, kambiyo işlemlerine sınırlama getirmesi, kamulaştırma, kamunun sözleşme hükümlerini ihlal etmesi, kamunun üretilen mal ve hizmetin bedelinin ödeme yükümlülüğünü yerine getirmemesi veya savaş hali, iç karışıklık ya da afet durumu nedeniyle ödeme yükümlülüklerinin yerine getirilememesi durumları oluşturmaktadır. Bahse konu risklere karşı bir UFK garantisi mevcudiyeti yatırımcı firmaların çok daha uygun koşullardan piyasadan borçlanma imkânlarını beraberinde getirmektedir. Dolayısıyla yatırımların geriye ödeyebilirlik durumunu iyileştirerek, yapılabilirlik unsurunu güçlendirmektedir. Dünya Bankası Grubu altındaki MIGA ve İslam Kalkınma Bankası Grubu altındaki ICIC bu alanda aktif olarak faaliyet gösteren kuruluşlardır.

3. Doğrudan Sermayeye İştirak

UFK'nın sağladığı diğer finansman kanalı da doğrudan sermayeye iştirak şeklinde olmaktadır. Gelişen piyasalarda doğrudan sermaye girişini desteklemek üzere ve reel sektörde üretken yatırımların desteklenmesini teminen UFK, projelerin gerçekleşme aşamasında proje sahibi kuruluşlar ile ortaklık ilişkisine girmekte hisse alımına girerek doğrudan sermaye katkısında bulunmaktadır. Genel olarak projeler tamamlanıp faaliyete geçip düzenli gelir akımı oluşturmaya başladıktan sonra sahip oldukları hisseleri diğer ortaklara devretmekte ya da üçüncü taraflara satarak başlangıçta koydukları sermayeyi belli bir kâr marjıyla geri tahsil etmektedirler.

III. Uluslararası Finansman Kuruluşlarının Teknik Yardım Faaliyetleri

UFK temel faaliyet alanları olan finansman temini yanısıra finansman faaliyetlerini tamamlayıcı ya da tamamen bağımsız olarak teknik yardım faaliyetinde bulunurlar. Sözkonusu faaliyetleri genel olarak karşılıksız olarak hibe temini yoluyla finanse ederler. Bir program dahilinde yürüttükleri teknik yardım faaliyetleri daha çok ileride kredi sağlamayı öngördükleri sektörün mevcut kurumsal, yasal yapısı ve ihtiyaç tesbitine yönelik çalışmaları içerir. Sektör raporları genel olarak belli bir satın alım yöntemi dahilinde seçilen danışmanlara yaptırılır. Son dönemde bu tür çalışmalara örnek verilecek olursa yenilenebilir enerji, enerji verimliliği, KOBİ, gıda güvenliği, kentsel altyapı sektörlerinde hemen hemen bütün UFK'nın Türkiye'de çalışma yaptırdığı görülmektedir. Proje bazında teknik yardım verilmesi de oldukça yaygındır. Bir projenin finansmanı konusunda önfizibilite raporu üzerinden mutabık kalındıktan sonra projenin detaylı uygulama projesinin çıkartılması için ve/veya yapım aşamasında mühendislik ve kontrolörlük müşavirliği işleri için UFK tarafından karşılıksız hibe desteği sağlanmaktadır. Ayrıca borçlunun kurumsal gelişiminin desteklenmesini teminen idari ve mali yapısının güçlendirilmesi için danışman tutulması ve eğitim programları sağlanması hususunda da UFK tarafından karşılıksız kaynak temin edilebilmektedir.

Hayata açılan kapılar...







Doç. Dr. Mustafa Kemal Yılmaz

İMKB Başkan Yardımcısı

Büyüme ve Sürdürülebilirlik İçin Halka Arz



Sermaye piyasası, son derece rekabetçi bir ortamda varlığını ve büyümesini sürdürebilmek için yatırım yapması gereken şirketlere, ihtiyaç duydukları düşük maliyetli ve uzun vadeli kaynakların temini açısından önemli fırsatlar sunmaktadır. Bunun yanı sıra sermaye piyasası şirketlere; kurumsallaşma, yurtiçi ve yurtdışında tanınma, ortaklara likidite sağlama ve kredibilite gibi geniş imkânlar da sağlamaktadır.

Halka arzın şirketlere kazandıracağı faydalar kısaca aşağıdaki şekilde özetlenebilir:

a) Düşük Maliyetli Finansman Kaynağı: Halka arzdan temin edilen fonlar, banka kredisinden farklı olarak herhangi bir geri ödeme zorunluluğu getirmemektedir. Özellikle ekonomik kriz dönemlerinde bankaların şirketlere açtıkları kredileri geri çağırdıkları durumlarda halka arzla sağlanan özkaynak şirketlerin mali yapısını güçlendirmekte ve finansal şoklara karşı dayanaklılığını artırmaktadır. Halka arzın diğer bir faydası da, pay değeri belli olan hisse senetlerinin teminat olarak kabulünün kolaylaşması suretiyle şirketlerin bankalara karşı pazarlık gücünü artırarak daha uygun koşullarda kredi temin etmelerine yardımcı olmasıdır.

b) Kurumsallaşma: Tüm dünyada olduğu gibi Türkiye'de de ekonomik faaliyetlerin büyük kısmı aile şirketleri tarafından gerçekleştirilmekte, ekonomik büyüme ve verimliliğin

Halka arzın şirketlere kazandıracağı faydalar nelerdir?

Halka arzın şirketlere kazandıracağı faydalar şunlardır; a) Düşük maliyetli finansman kaynağına sahip olma, b) Kurumsallaşma, c) Yurtiçi ve yurtdışında tanınma, d) Ortaklara likidite sağlama, e) Güçlü kredibilite.

artırılması için kurumsallaşma ve profesyonel yönetim ön plana çıkmaktadır. Kurumsallaşma, bir işletmenin faaliyetlerini kişilerin varlığına bağımlı olmadan sürdürebilmesini ve geliştirmesini sağlayan bir yapının oluşturulmasıdır. Halka arzın şirketler açısından önemli faydalarından birisi de, kurumsal yapının ve kültürün yerleşmesine sağladığı katkıdır. Bu katkı sayesinde şirketler nezdinde sağlanacak süreklilik ve kurumsal yapıda iyileşme, makro düzeyde ekonominin verimliliği üzerinde de olumlu etkiler yaratacaktır.

c) Yurtiçi ve Yurtdışı Tanınma: İMKB'de işlem gören şirketler hakkındaki çeşitli bilgiler, şeffaflık ve kamuyu aydınlatma ilkeleri çerçevesinde, Kamuyu Aydınlatma Platformu, veri yayın kuruluşları, basın ve yayın kuruluşlarında yer almaktadır. Bu vesile ile şirketler kendilerini yurtiçi ve yurtdışındaki potansiyel yatırımcılara tanıtabilmekte, bir anlamda söz konusu platformlarda ücretsiz tanıtım imkânına sahip olmaktadırlar. Büyük meblağlar ödenerek gerçekleştirebilecek tanıtım ve reklam faaliyetleri, halka arz sonrasında maliyetsiz olarak yürütülebilmektedir. Diğer taraftan halka açık şirketler, yaygın tanınma imkânının sunduğu fırsatları, ürünlerinin satışında ve dağıtım kanallarında da olumlu olarak kullanabilmektedirler.

d) Ortaklara Likidite Sağlama: Halka arz edilen hisse senetlerinin organize ve şeffaf bir piyasada alım satımının yapılabilmesine imkân sunularak mevcut ortaklara önemli bir likidite imkânı sağlanmaktadır. Halka açık bir şirketin ortağı veya yöneticisi, borsada işlem görmenin sağladığı avantajla nakit ihtiyacını kısa bir sürede ve değer kaybına uğramadan paylarını piyasada satmak suretiyle karşılayabilmektedir. Yeni Türk Ticaret Kanunu ile getirilen ortaklara şirketten borçlanma yasağı hususu ile birlikte değerlendirildiğinde, mevcut ortakların borsada pay satışı ile nakit ihtiyaçlarını giderebilme imkânı önümüzdeki dönemde önemli bir seçenek olarak ön plana çıkacaktır.

e) Kredibilite: Halka arz sonrası kazanılan şeffaf ve hesap verebilir yapı, şirketin ilişkide olduğu kurumlara karşı kredibilitesini arttıran önemli bir faktördür. Halka açılmadan faaliyetlerini yürütmek isteyen KOBİ niteliğindeki şirketler bankalardan yüksek maliyetlerle kredi temin edebilmekte, hatta bazen maliyetine katlanmaya razı olmalarına rağmen talep ettikleri krediyi temin etmekte zorlukla karşılaşabilmektedirler. Bu tür şirketler için sermaye piyasaları önemli bir alternatif finansman kaynağı sunmaktadır. Özellikle Halka Arz Seferberliği başladıktan sonra son 2 senedir İMKB'de sadece büyük şirketlerin değil, küçük ve orta ölçekli şirketlerin de halka arz suretiyle mali yapılarını güçlendirdikleri görülmektedir. Bu tür KOBİ niteliğindeki şirketler halka arz sonrası elde ettikleri kredibilite ve şeffaflıkla beraber bankalardan çok daha uygun koşullarda fon temin edebilme imkânına kavuşmaktadırlar.

Halka arz, aile şirketleri için ne gibi kazanımlar sağlar?

Halka arz, aile şirketlerinin sonraki nesillere en az sorunla geçişlerinde büyük önem taşımaktadır. Ayrıca şirketler, sermaye piyasasının denetim mekanizmaları sayesinde kurumsallaşma süreçlerini hızlandırmakta ve profesyonel yönetim imkânlarına daha kısa sürede kavuşabilmektedirler.

Aile şirketlerinin ortalama faaliyet ömürlerine bakıldığında, dünya genelindeki şirketler ile Türkiye'deki şirketler arasında çok büyük farklılık bulunmadığı görülmektedir. Türkiye'de ve dünyada aile şirketlerinin ömürleri ortalama olarak 25-30 yıldır. Yapılan araştırmalara göre, aile şirketlerinin çoğunluğu birinci kuşakta yok olmakta, üçüncü kuşakta yaşayan aile şirketlerinin sayısı oldukça düşük seviyede kalmaktadır.

Sermaye piyasalarının sunduğu bu imkânlara karşın, henüz ülkemizin önemli şirketleri bu imkânlardan yeterince yararlanmamakta ve İMKB'de işlem görmemektedir. Mevcut durum itibariyle İstanbul Sanayi Odası 2010 yılı verilerine göre, İSO ilk 1000 şirketinden sadece 127'sinin, en büyük 100 şirketinden ise sadece 28'inin payları İMKB'de işlem görmektedir.

AİLE ŞİRKETLERİ HALKA ARZ İLE NE GİBİ KAZANIMLAR ELDE EDEBİLİRLER?

Bilindiği üzere, ülkemizde faaliyet gösteren şirketlerin karakteristik özelliği aile şirketi hüviyetine sahip olmalarıdır. Bu durum şirketin ömrünün genel olarak kurucu ya da yönetimde söz sahibi olan aile bireylerinin ömürleri ile sınırlı olmasını beraberinde getirmektedir.

Halka arz için izlenecek yol nedir?

İlk aşamada, halka arza engel bir husus yok ise ve şirket halka arzda kararlıysa şirketin genel kurulunca sermayenin artırılmasına ve yeni pay alma haklarının sınırlandırılmasına ilişkin karar alınması gerekmektedir. Bir sonraki aşama, İMKB ve SPK uzmanlarınca şirket merkezinde incelemelerde bulunulmasıdır. SPK incelemesi, izahnamede yer alması gereken bilgiler açısından, İMKB incelemesi ise şirketin hisse senetlerinin işlem görebileceği pazarın belirlenmesi açısından gerçekleştirilmektedir. Son olarak, şirket hisselerinin halka arz edilmesiyle süreç sonlandırılmaktadır.

Aile şirketlerinin ortalama faaliyet ömürlerine bakıldığında, dünya genelindeki şirketler ile Türkiye'deki şirketler arasında çok büyük farklılık bulunmadığı görülmektedir. Türkiye'de ve dünyada aile şirketlerinin ömürleri ortalama olarak 25-30 yıldır. Yapılan araştırmalara göre, aile şirketlerinin çoğunluğu birinci kuşakta yok olmakta, üçüncü kuşakta yaşayan aile şirketlerinin sayısı oldukça düşük seviyede kalmaktadır.

Halka arz, aile şirketlerinin sürdürülebilirlikleri için gerekli olan kurumsallaşmanın önemli bir aşamasıdır ve aile şirketlerinin sonraki nesillere en az sorunla geçişlerinde büyük önem taşımaktadır. Bu açıdan değerlendirildiğinde aile şirketleri için borsada işlem görme, nesiller arasında yönetim geçişlerinde, yönetime katılımda isteksiz olan genç nesiller için bir motivasyon unsuru olmaktadır.

Ayrıca, halka açılarak hisse senetlerinin borsada işlem görmesini sağlayan şirketler, sermaye piyasasının denetim mekanizmaları sayesinde kurumsallaşma süreçlerini hızlandırmakta ve profesyonel yönetim imkânlarına daha kısa sürede kavuşabilmektedirler.

HALKA ARZDA YOL HARİTASI

Şirketler açısından paylarının İMKB'de işlem görmesi çok önemli bir sürecin başlangıcı ve stratejik bir karardır. Halka arz sonrası şirket daha saydam ve kurumsal bir yapıya geçecek, organizasyonel yapısında ciddi değişikliklere ihtiyaç duyulabilecektir. Bu sebeple başarılı bir halka arz için, çalışmalara planlanan halka arz tarihinden en az 6 ay önce başlanılmalı, şirket içinde ve dışında yapılacak bir dizi işlem olduğu için bir çalışma grubu oluşturulmalı ve gerekli kurumsal ve organizasyonel değişikliklerden sonra şirket payları yatırımcılara sunulmalıdır.

Halka arz süreci, şirketin halka arz için uygun olup olmadığına dair ilk değerlendirme ile başlamalıdır. Bu aşamada şirketin mali tabloları ve kurumsal yapısı ile ilgili yapılacak değerlendirmeler üzerinden bir yol haritası çıkarılmalıdır. Örneğin, mali tablolar üzerinden yapılacak kısa bir inceleme sonucunda şirket hisse senetlerinin İMKB'nin hangi pazarında işlem görebileceği hususunda bir fikir edinilebilir. Bu süreçte şirketin hukuki yapısı da önem arz etmektedir. Limited şirket olarak faaliyet gösteren bir şirket bir an önce anonim şirkete dönüşmek için gerekli işlemlere başlamalı, esas sözleşmede sermaye piyasası mevzuatı açısından gerekli değişiklikleri yapmak için hazırladığı tadil tasarılarını SPK'ya sunmalıdır. Bu kapsamda esas sözleşmede borsada işlem görecek hisse senetlerinin devir ve tedavülünü kısıtlayıcı, ortakların haklarını kullanmalarını engelleyici hükümler sözkonusu ise bu hükümlerin esas sözleşmeden çıkarılması gerekmektedir.

İlk aşamada halka arza engel bir husus yok ise ve şirket halka arzda kararlıysa şirketin genel kurulunca sermayenin artırılmasına ve yeni pay alma haklarının sınırlandırılmasına ilişkin karar alınması gerekmektedir. Ancak mevcut ortaklar, sahip oldukları paylardan bir kısmını satmak suretiyle halka arzı düşünüyorsa genel kurul yapmaya gerek kalmayacaktır. Ardından halka arz sürecini yönetecek bir aracı kuruluş ve şirketin finansal tablolarının uluslararası finansal raporlama standartları kapsamında denetimini gerçekleştirecek bir bağımsız denetim şirketi belirlenmelidir. Aracı kuruluşun hem şirket paylarının pazarlanması ve talep yaratılması hem de fiyatlama ve resmi kurumlar ile olan ilişkilerin yürütülmesi açısından önemli görevleri bulunmaktadır. Halka arz fiyatının belirlenmesi halka arz sürecinin en önemli aşamalarından birisi olup hem şirkete özgü gelişmelere hem

Halka arz süreci, şirketin halka arz için uygun olup olmadığına dair ilk değerlendirme ile başlamalıdır. Bu aşamada şirketin mali tabloları ve kurumsal yapısı ile ilgili yapılacak değerlendirmeler üzerinden bir yol haritası çıkarılmalıdır. Örneğin, mali tablolar üzerinden yapılacak kısa bir inceleme sonucunda şirket hisse senetlerinin İMKB'nin hangi pazarında işlem görebileceği hususunda bir fikir edinilebilir.

de şirketin kontrolü dışındaki şartlara bağlıdır. Halka arz fiyatının gerçekçi bir şekilde belirlenmesi hem başarılı bir halka arz için, hem de İMKB'de işlem görmeye başladıktan sonraki dönemde hisse senedinin fiyat performansı ve yatırımcı memnuniyeti açısından önem taşımaktadır.

Bir sonraki aşama, İMKB ve SPK uzmanlarınca şirket merkezinde incelemelerde bulunulmasıdır. SPK incelemesi izahnamede yer alması gereken bilgiler açısından, İMKB incelemesi ise şirketin hisse senetlerinin işlem görebileceği pazarın belirlenmesi açısından gerçekleştirilmektedir. Son olarak şirket hisselerinin halka arz edilmesiyle süreç sonlandırılmakta, başarılı bir halka arzın ardından şirket payları İMKB'de işlem görmeye başlamaktadır.

ŞİRKETLERİN YAŞADIĞI TEREDDÜTLER VE SAĞLANAN KOLAYLIKLAR

Halka arz öncesi yeni bir yapıya ve yönetim zihniyetine geçme sürecinin zorluğu şirketlerde halka açılma konusunda bazı tereddütlerin oluşmasına sebebiyet verebilmektedir. Şirketlerin halka açılma ile ilgili başlıca çekinceleri; yönetim kontrolünü kaybetme korkusu, bağımsız denetim zorunluluğu, kamuyu aydınlatma yükümlülükleri, halka arz maliyetleri ve işlem görecek uygun bir pazar bulamama kaygısı başlıkları altında özetlenebilir.

a) Yönetim Kontrolünü Kaybetme: Kuruluşundan itibaren yönetiminde bulundukları şirketlerin halka arz sonrasında yönetim hâkimiyetini kaybetme korkusu şirket sahiplerinin halka arz kararını vermelerinin önünde engel oluşturabilmektedir. Oysa sermaye piyasası mevzuatı şirketler açısından yönetim kontrolünün devamını sağlayacak çeşitli düzenlemeleri içermektedir. Örneğin, bazı pay gruplarına birden fazla oy hakkı verilebilmesi veya yönetim kuruluna üye belirleme hakkı tanıyan imtiyazlı hisse senetleri yaratılması halka arz sonrasında yönetim hâkimiyetini korumaya yönelik önlemler olarak devreye alınabilir.[1] Ayrıca daha basit bir yaklaşımla hareket edilerek, halka arz oranının % 50'nin altında belirlenmesi suretiyle de şirket üzerindeki yönetim hâkimiyeti korunabilir.

b) Bağımsız Denetim Yükümlülüğü: Halka açık şirketler için bağımsız denetimin zorunlu olması, özellikle kayıtdışılığın yüksek seviyede olduğu ekonomimizde şirketlerin halka açılma konusunda isteksiz olmalarının sebeplerinden biri olmuştur. Kayıtdışılığın yüksek olduğu sektörlerde faaliyet gösteren halka açık şirketler kayıtdışı faaliyet gösteren firmaların haksız rekabetiyle karşı karşıya kalmışlardır. Bununla birlikte, 01.07.2012 tarihinde yürürlüğe girecek yeni TTK ile şirketlerin ölçekleri ile paralel olacak şekilde yap-



Halka arz, aile şirketlerinin sürdürülebilirlikleri için gerekli olan kurumsallaşmanın önemli bir aşamasıdır ve aile şirketlerinin sonraki nesillere en az sorunla geçişlerinde büyük önem taşımaktadır. Bu açıdan değerlendirildiğinde aile şirketleri için borsada işlem görme, nesiller arasında yönetim geçişlerinde, yönetime katılımda isteksiz olan genç nesiller için bir motivasyon unsuru olmaktadır. Ayrıca, halka açılarak hisse senetlerinin Borsada işlem görmesini sağlayan şirketler, sermaye piyasasının denetim mekanizmaları sayesinde kurumsallaşma süreçlerini hızlandırmakta ve profesyonel yönetim imkânlarına daha kısa sürede kavuşabilmektedirler.

1- 01.07.2012 tarihinde yürürlüğe girecek olan 6102 sayılı Yeni Türk Ticaret Kanunu'nun 360. ve 479. maddelerine göre, belirli bir pay grubuna tanınacak yönetim kurulu üyesini belirleme hakkı, halka anonim şirketlerde yönetim kurulu üye sayısının yarısını aşamayacak ve 1 pay 15 oy hakkı ile sınırlandırılacaktır.

Halka Arz Seferberliği'nin bir başka adımı olarak, 26 Mayıs 2011 tarihinde ihracatçı firmaların büyüme ve yatırımlarını finanse edebilmeleri için ihtiyaç duyacakları kaynağın temininde sermaye piyasasının sunduğu imkânlardan yararlanmaları ve halka arza uygun bir kurumsal yapıya kavuşmalarını, halka arz öncesinden başlayarak, kurumsal yönetim ilkelerini benimsemelerini sağlamak amacıyla, Türkiye İhracatçılar Meclisi (TİM) ile SPK, İMKB, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, Takasbank ve Merkezi Kayıt Kuruluşu arasında bir işbirliği protokolü imzalanmıştır.

tıracakları denetim, bağımsız denetim kuruluşlarına veya en az bir SMMM veya YMM'ye bırakılmıştır. Yeni TTK ile beraber bütün şirketler bağımsız denetim mekanizmasına tabi olacak, böylece halka açık şirketlerin yıllardır şikâyetçi olduğu haksız rekabet olgusu ortadan kalkmış olacaktır.

c) Kamuyu Aydınlatma Yükümlülükleri: Sermaye piyasasında sağlıklı fiyat oluşumu ve şeffaflığın sağlanabilmesi, şirket ile ilgili bilgilerin tam, anlaşılır, doğru olarak ve zamanında duyurulması ile mümkündür. Sermaye piyasalarının yeni yeni gelişmeye başladığı 1990'lı yıllarda kamuyu aydınlatma ilkesi şirket sırlarının ifşası olarak algılanıp dirençle karşılaşmış olsa da, zamanla sermaye piyasası kültürünün yerleşmesiyle beraber uygulama borsa şirketlerince tam olarak benimsenmiştir. Ayrıca SPK'nın yeni düzenlemeleri de ticari sırların açıklanmasında şirketlere esneklikler ve erteleme imkânı sağlamaktadır. Önümüzdeki aylarda yürürlüğe girecek yeni TTK sermaye piyasası mevzuatına paralel hükümler içermekte olup, halka açık olmasa da şirketlere benzer şekilde pay sahipleri ve ortaklar açısından önem taşıyan açıklamalara yer verecekleri internet sitesi kurma yükümlülüğü getirmektedir.

d) Halka Arz Maliyetleri: Halka arz sürecinde aracı kuruluşlara, İMKB, SPK, bağımsız denetim şirketleri, hukuk büroları gibi kurumlara ödenen ücretler de şirketler tarafından sıkça dile getirilen konulardan biridir. Ne var ki, söz konusu ücretlerin büyük kısmı ilk halka arzla beraber ödenen bir seferlik maliyetler olup, toplam maliyet, halka arzın ölçeğine göre değişmekle birlikte, halka arz hasılatının yaklaşık % 4-8'ine denk gelmektedir. Bunun yanı sıra son yıllarda maliyetlerin azaltılmasına yönelik çeşitli uygulamalar da hayata geçirilmiştir. Örneğin, İMKB tarafından 2012 yılı sonuna kadar Ulusal ve II. Ulusal Pazarda halka açıklık oranı en az % 25 ya da halka açık kısmın piyasa değeri en az 100 milyon TL olan ilk defa işlem görmeye başlayacak şirketlerin kotasyon ücretlerinde % 25 oranında indirime gidilmiştir. Yine benzer şekilde KOBİ'ler için İMKB bünyesinde kurulmuş bulunan Gelişen İşletmeler Piyasası'nda işlem görmeye başlayacak şirketlerin halka arz maliyetlerinin önemli bir kısmı üst limiti 100.000 TL olmak üzere KOSGEB tarafından karşılanmaktadır.

e) İMKB Bünyesinde Uygun Bir Pazar Bulunmaması: İMKB'de Ulusal Pazar şirketleri için belirlenen kotasyon koşulları Borsa tarafından yeniden gözden geçirilmiş, iki hesap dönemi üst üste aranan karlılık şartı bazı koşulların sağlanması koşuluyla bir seneye indirilmiştir. Böylece belli bir büyüklüğün üzerindeki şirketlerin son 2 sene kâr elde edememesi nedeniyle halka arzı ertelemelerinin önüne geçilmiştir.

İMKB pazarlarından II. Ulusal Pazar, Ulusal Pazar için belirlenmiş kotasyon kriterlerini yerine getiremeyen şirketler için kurulmuştur. Yani bir şirket son 2 sene vergi öncesi kâr elde etmese bile II. Ulusal Pazarın kriterlerini sağladığı takdirde İMKB'de işlem görebilecektir.[2] Bu iki pazarın yanı sıra yatırım ortaklıkları, borsa yatırım fonları, girişim sermayesi yatırım ortaklıkları ve gayrimenkul yatırım ortaklıkları için kurulu Kurumsal Ürünler Pazarı bulunmaktadır. Son olarak ise, KOBİ'ler için halka arz öncesi ve sonrası prosedürlerin asgari seviyeye indirildiği, KOSGEB'in halka arz maliyetlerini azaltmak için çeşitli teşvikler getirdiği yeni bir piyasa olarak Gelişen İşletmeler Piyasası oluşturulmuştur.

Halka Arz Seferberliği Çalışmaları

Şirketlerin sermaye piyasasının sunduğu imkânlardan daha fazla yararlanması, büyümeleri için ihtiyaç duydukları kaynaklara ulaşması ve aile şirketlerinin halka açılarak sürdürülebilirliklerinin sağlanması amacıyla, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) ile Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği (TOBB) ve Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB) arasında 2008 yılı Ağustos ayında imzalanan İşbirliği Protokolü ile "Halka Arz Seferberliği" çalışmaları başlatılmıştır. Bu amaç doğrultusunda halka arzların geliştirilmesine yönelik olarak geniş çaplı bir katılımla gerçekleştirilen ilk organizasyon 6-7 Mayıs 2010 tarihlerinde yapılan "Halka Arz Seferberliği İstanbul Zirvesi" olmuştur. Zirve, tüm tarafları bir araya ge-

2- II. Ulusal Pazar için aranan tek sayısal kriter halka arz edilen hisse senetlerinin ödenmiş veya çıkarılmış sermayeye oranının sırasıyla en az 6.100.000 TL ve % 15 olması ya da 12.200.000 TL ve % 5 olmasıdır.

tirmiş ve karşılıklı temas kurma imkânı sunmuştur. Benzer şekilde Bursa'da ikinci bir Halka Arz Seferberliği Zirvesi düzenlenmiş, Konya, Düzce, Samsun, Kocaeli ve Eskişehir'de de halka arz seminerleri yapılmıştır. Söz konusu zirve ve seminerler ile şirketlerimize halka açılma ve sermaye piyasalarının şirketlere sunduğu diğer imkânlar konusunda ayrıntı bilgilere ulaşma imkânı sağlanmıştır.

Sözkonusu seferberlik kapsamında Anadolu'nun çeşitli şehirlerinde faaliyet gösteren şirketlerin yöneticileri halka arz ve sermaye piyasası konularında bilgilendirilmiş ve tereddütlerinin giderilmesine yönelik birebir görüşmelerde bulunulmuştur.

Ayrıca, 28 Sanayi ve Ticaret Odası bünyesinde "destek birimleri" oluşturulmuş ve bu birimlerde görevli 53 personele 22-23 Şubat 2010 tarihlerinde eğitim verilmiştir. Destek birimi personeline, odalarına kayıtlı şirketlere dağıtılmak üzere İMKB tarafından halka arz konusunda bilgilendirici basılı yayın, CD ve dokümanlar da verilmiştir. Bu destek birimleri ile ilişkiler süreklilik arz etmektedir.

Halka Arz Seferberliği'nin bir başka adımı olarak, 26 Mayıs 2011 tarihinde ihracatçı firmaların büyüme ve yatırımlarını finanse edebilmeleri için ihtiyaç duyacakları kaynağın temininde sermaye piyasasının sunduğu imkânlardan yararlanmaları ve halka arza uygun bir kurumsal yapıya kavuşmalarını, halka arz öncesinden başlayarak, kurumsal yönetim ilkelerini benimsemelerini sağlamak amacıyla, Türkiye İhracatçılar Meclisi (TİM) ile SPK, İMKB, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, Takasbank ve Merkezi Kayıt Kuruluşu arasında bir işbirliği protokolü imzalanmıştır.

Yapılan çalışmalar sonrasında, son iki yıl içerisinde halka açılan şirket sayısında ve halka arz tutarlarında önemli artışlar sağlanmıştır. En önemlisi, şirketler nezdinde sermaye piyasalarının farkındalığı artırılmıştır. Seferberliğin başlatılması sonrasında, 2010 ve 2011 yıllarında toplam 49 halka arz gerçekleştirilmiştir. 2001-2009 yılları arasında ortalama halka arz sayısı 6 iken, 2010 yılında 22, 2011 yılında 27 şirket halka arz edilerek Borsada işlem görmeye başlamıştır. Son 2 yıl içinde gerçekleştirilen hisse senedi halka arzları sonucunda şirketlerimize 4,8 milyar TL kaynak sağlanmıştır. Ayrıca son 2 yılda yapılan halka arzlarda 55.000'e yakın yeni yatırımcı piyasaya kazandırılmıştır.

İMKB'nin "Halka Arz Seferberliği" çalışmalarını kısaca değerlendirir misiniz, teşvikler var mı?

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) ile Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği (TOBB) ve Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB) arasında 2008 yılı Ağustos ayında imzalanan İşbirliği Protokolü ile "Halka Arz Seferberliği" çalışmaları başlatılmıştır. Bu amaç doğrultusunda şirket temsilcilerinin geniş katılımı ile zirve toplantılar başta İstanbul olmak üzere, Bursa, Konya, Düzce, Samsun, Kocaeli ve Eskişehir'de yapılmıştır. Bu toplantılar neticesinde, Ulusal Pazar'da 49, KOBİ'lerimizin iştirak ettiği 2.Ulusal Pazar'da ise 63 halka arz gerçekleştirilmiştir. 31.12.2012 tarihine kadar hisse senetleri Borsa Ulusal Pazarı veya II'nci Ulusal Pazarı'nda işlem görmeye başlayacak ve halka açıklık oranı en az % 25 olan şirketlerin ödeyecekleri ilk kota/kayda alınma ücretlerinde % 25 indirim uygulanmasına başlanmıştır.

2011 YILINDA GERÇEKLEŞTİRİLEN HALKA ARZLAR: KOBİ'LERİN SERMAYE PİYASALARINA GERİ DÖNÜŞÜ

Geçmişte KOBİ'lerin Borsamız bünyesinde işlem görebilmesini sağlamak amacıyla kurulan İkinci Ulusal Pazar'a 2011 yılında ilgi oldukça artmıştır. Daha önceki yıllarda KOBİ'lerin İMKB'den yararlanamadığı konusunda eleştiriler yapılırken bugün ekonomik koşulların da iyileşmesiyle birlikte küçük ve orta ölçekli şirketlerin halka arz yoluyla finansman sağlama eğilimleri hızla artmıştır. 2010 yılında halka açılan şirketlerin 6'sının, 2011 yılında halka açılan şirketlerin ise 18'inin payları İkinci

Yapılan çalışmalar sonrasında, son iki yıl içerisinde halka açılan şirket sayısında ve halka arz tutarlarında önemli artışlar sağlanmıştır. En önemlisi, şirketler nezdinde sermaye piyasalarının farkındalığı artırılmıştır. Seferberliğin başlatılması sonrasında, 2010 ve 2011 yıllarında toplam 49 halka arz gerçekleştirilmiştir. 2001-2009 yılları arasında ortalama halka arz sayısı 6 iken, 2010 yılında 22, 2011 yılında 27 şirket halka arz edilerek Borsada işlem görmeye başlamıştır.

Ulusal Pazar'da işlem görmeye başlamış ve bu Pazar'da işlem gören şirket sayısı 2012 yılı Mart ayı sonu itibariyle 63'e ulaşmıştır.

2010 ve 2011 yıllarında menkul kıymet ihraçlarından sağlanan kaynak aşağıdaki gibi gerçekleşmiştir:

Özellikle halka arzları teşvik etmek amacıyla devreye alınan çeşitli uygulamaların, bürokratik süreçlerin sadeleştirilmesinin ve mevzuattan kaynaklanan kısıtlamaların kaldırılmasının olumlu etkileri bu dönemde kendini göstermeye başlamıştır. Örneğin, büyüme ve gelişme potansiyeli taşıyan KOBİ niteliğindeki şirketler için alternatif bir pazar olarak Gelişen İşletmeler Piyasası oluşturulmuştur. Bu pazarda kotasyon şartı olarak kârlılık veya belirli rakamsal büyüklükleri sağlamak gibi şartlar aranmamaktadır. Halka arz edilen payların tutarının nispeten düşük olduğu göz önünde bulundurularak daha sade ve basit bir izahname ve sirküler formatı kullanılmaktadır.

Bunun yanı sıra "Halka Arz Seferberliği" kapsamında yürütülen çalışmalara ivme kazandırmak, Avrupa Birliği'nde uygulanan minimum halka arz oranını (% 25) sağlayacak şekilde halka açılmaları teşvik etmek amacıyla, 31.12.2012 tarihine kadar hisse senetleri Borsa Ulusal Pazarı veya II. Ulusal Pazarı'nda işlem görmeye başlayacak ve halka açıklık oranı en az % 25 olan şirketlerin ödeyecekleri ilk kota/kayda alınma ücretlerinde % 25 indirim uygulanmasına başlanmıştır.

Özellikle halka arzları teşvik etmek amacıyla devreye alınan çeşitli uygulamaların, bürokratik süreçlerin sadeleştirilmesinin ve mevzuattan kaynaklanan kısıtlamaların kaldırılmasının olumlu etkileri bu dönemde kendini göstermeye başlamıştır.

Diğer taraftan, İMKB bünyesinde "Nitelikli Yatırımcıya İhraç Pazarı" kurularak, hisse senetleri Borsa'da işlem gören ortaklıklara, izahname ve sirküler düzenlemeksizin ihraç edebilecekleri ve yalnızca "Nitelikli Yatırımcılar" tarafından satın alınabilecek borçlanma araçlarını ihraç etme imkânı getirilmiştir. Söz konusu pazarın kurulmasıyla halihazırda Borsa'da işlem gören şirketlerin yanı sıra Borsa dışı şirketlere de alternatif finansman kolaylığı sağlanmıştır.

Önümüzdeki dönemde de, Halka Arz Seferberliği çalışmalarının, İMKB ile birlikte, TOBB, SPK ve TSPAKB işbirliği içerisinde geniş bir katılım tabanı ile devam ettirilmesi ve yaratılacak sinerji ile Türkiye sermaye piyasasının gelişimine daha da ivme kazandırılması hedeflenmektedir. Bu hedef doğrultusunda amacımız, Türkiye'nin en büyük ilk 1000 şirketi içinde yer alan şirketleri sermaye piyasamıza kazandırarak 368 olan işlem gören şirket sayısını Cumhuriyetimizin 100. yılını kutlayacağımız 2023 yılına kadar 1000'in üzerine çıkarmaktır.

	2010		2011	
Menkul Kıymet Türü	İhraç Sayısı	Sağlanan Kaynak (Milyon TL)	İhraç Sayısı	Sağlanan Kaynak (Milyon TL)
Hisse Senedi	23	3.519	27	1.329,2
- İlk Halka Arz	22	3.122	27	1.329,2
- Tahsisli Satış	1	397	0	0
Borsa Yatırım Fonları	3	11,4	0	0
Oydan Yoksun Pay Senedi	1	78,3	0	0
Borçlanma Araçları	16	1.930,5	57	18.554,8
- Halka Arz	13	1.850,5	41	17.830
- Nitelikli Yatırımcıya Satış	3	80	9	538,4
Varlığa Dayalı Menkul Kıymet	0	0	7	186,4
TOPLAM	43	5.539,2	29	7.068,3

Korhan Eryılmaz

İMKB Gelişen İşletmeler Piyasası Müdürü

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB-Borsa) Gelişen İşletmeler Piyasası



18 Kasım 2005 tarih ve 25997 tarihli *Resmi Gazete*'de yayımlanan "Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin Tanımı, Nitelikleri ve Sınıflandırılması Hakkında Yönetmelik" çalışan sayısı 0-250 arasında olan ve yıllık ciro veya bilanço büyüklüğü 25 milyon TL'nin altında olan şirketleri KOBİ olarak tanımlanmıştır. 2009 yılı TÜİK verilerine göre ülkemizde 250'den az çalışanı bulunan yaklaşık 3,2 milyon işletme bulunmaktadır. Bu rakam yaklaşık olarak KOBİ sayısına da denk gelmektedir. Bu 3,2 milyon işletmenin yaklaşık % 95'i 1-9 çalışanı olan işletmelerdir. Yine TÜİK 2009 yılı verilerine göre KOBİ'lerin % 82'si hizmetler ve ticaret, % 13'ü ise imalat sanayinde faaliyet göstermektedir. En fazla istihdamı ise % 36'lık pay ile ticaret sektörü sağlamaktadır.

Makro ekonomik veriler de KOBİ'lerin ekonomimizde ne kadar önemli bir yere sahip olduklarını göstermektedir:

- Kayıtlı istidamın yaklaşık olarak % 80'ini,
- Yaratılan katma değerin % 55'ini,
- 2010 yılı ihracatının % 60'ını ve
- 2010 yılı ithalatının % 42'sini

KOBİ'ler gerçekleştirmektedirler.

Bankacılık sektörüne bakacak olursak, KOBİ kredilerinin (nakdi krediler) toplam krediler içerisindeki payı 2011 Ağustos ayı verilerine göre yaklaşık olarak % 23 civarındadır. BDDK verilerine göre 2006 yılında yaklaşık 60 milyar

Bankacılık sektörüne bakacak olursak, KOBİ kredilerinin (Nakdi Krediler) toplam krediler içerisindeki payı 2011 Ağustos ayı verilerine göre yaklaşık olarak % 23 civarındadır. BDDK verilerine göre 2006 yılında yaklaşık 60 milyar TL olan KOBİ kredileri, 2011 Ağustos dönemi itibariyle 151 milyar TL'ye ulaşmıştır.

GİP (Gelişen İşletmeler Piyasası) ne demektir?

GİP, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası bünyesindeki Hisse Senetleri Piyasası çatısı altında yer alan ve KOBİ'lerin sermaye piyasaları ile buluşmasına imkân sunan bir platformdur. 2011 yılında faaliyete başlamış olup, halihazırda 4 şirketin payları işlem görmekte ve 6 adet halka açılma başvurusu da değerlendirme aşamasında bulunmaktadır.

Ulusal Pazar uygulanan yüksek kabul kriterleri nedeniyle KOBİ'lerin mevcut ölçekleri ile ulaşmaları kolay olmayan bir hedeftir. İkinci Ulusal Pazar ve Gelişen İşletmeler Piyasası ise KOBİ'lerin sermaye piyasaları ile buluşmasına imkân sunan platformlardır. İkinci Ulusal Pazar'ın faaliyeti uzun yıllara dayanmaktadır, GİP ise 2011 yılında faaliyete başlamış olan ve özellikle KOBİ'lere sermaye piyasasını erişilebilir kılmayı hedefleyen bir yapıdır.

TL olan KOBİ kredileri, 2011 Ağustos dönemi itibariyle 151 milyar TL'ye ulaşmıştır.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası bünyesinde hisse senetlerinin işlem görebileceği üç farklı yapı bulunmaktadır: Hisse Senetleri Piyasası çatısı altında yer alan Ulusal Pazar ve İkinci Ulusal Pazar ile Gelişen İşletmeler Piyasası (GİP).

Bu yapılardan Ulusal Pazar uygulanan yüksek kabul kriterleri nedeniyle KOBİ'lerin mevcut ölçekleri ile ulaşmaları kolay olmayan bir hedeftir. İkinci Ulusal Pazar ve Gelişen İşletmeler Piyasası ise KOBİ'lerin sermaye piyasaları ile buluşmasına imkân sunan platformlardır. İkinci Ulusal Pazar'ın faaliyeti uzun yıllara dayanmaktadır, GİP ise 2011 yılında faaliyete başlamış olan ve özellikle KOBİ'lere sermaye piyasasını erişilebilir kılmayı hedefleyen bir yapıdır. Hali hazırda GİP'te 4 şirketin payları işlem görmekte ve 6 adet halka açılma başvurusu da değerlendirme aşamasında bulunmaktadır.

İMKB Hisse Senetleri Piyasası Ulusal Pazar'ına kabul edilebilmesi için ortaklıkların Tablo1'de yer alan gruplardan biri içerisinde yer alan koşulların tamamını sağlaması gerekir:

İMKB

Hisse Senetleri Piyasası — **Ulusal Pazar**, **II. Ulusal Pazar**

Gelişen İşletmeler Piyasası

İkinci Ulusal Pazar'da halka açık payların sahip olması gereken piyasa değeri ve halka açıklık oranı gibi karşılanması gereken bazı kriterler (halka arz edilen hisse senetlerinin piyasa değeri ile bu hisse senetlerinin ödenmiş veya çıkarılmış sermayeye oranının sırasıyla en az, 6.100.000 TL ve % 15 olması ya da 12.200.000 TL ve % 5 olması) uygulanmakta, başvuruda bulunan şirketin mali durumunun iyi olup olmadığına bakılmaktadır.

GİP ise KOBİ'lerimiz için özel olarak yapılandırılmıştır. GİP'te şirketlerin başvuru anında sağlamaları gereken önceden belirlenmiş sayısal kabul kriterleri uygulanmamakta, şirketlerin başvuru anındaki durumu ile birlikte halka arz sonrası elde edecekleri fonlar ile ulaşabilecekleri noktaya, yani şirketlerin geleceklerine ve büyüme potansiyeline bakılmaktadır.

GİP'te yapılacak olan halka arzlara konu paylar mevcut ortakların yeni pay alma haklarının kısıtlanması neticesinde yapılacak sermaye artırımı neticesinde çıkarılacak paylardan oluşması gerekmektedir. Mevcut ortakların paylarının satışı

GİP'e nasıl katılabilirim?

GİP, KOBİ'lerimiz için özel olarak yapılandırılmıştır. GİP'te şirketlerin başvuru anında sağlamaları gereken önceden belirlenmiş sayısal kabul kriterleri uygulanmamakta, şirketlerin başvuru anındaki durumu ile birlikte halka arz sonrası elde edecekleri fonlar ile ulaşabilecekleri noktaya, yani şirketlerin geleceklerine ve büyüme potansiyeline bakılmaktadır. GİP'e gelecek olan firmaların bir piyasa danışmanı ile en az iki yıl süreli bir anlaşma imzalamış olması gerekmektedir. Danışman kuruluş, kabul başvurusu öncesinde gerekli hazırlıkların tamamlanmasında şirkete yardımcı olmaktadır.

	Grup 1	Grup 2	Grup 3
Kuruluşundan itibaren en az 3 takvim yılı geçmiş olması ve son 3 yıllık mali tablolarının yayınlanması			
Halka arz edilen hisse senetlerinin piyasa değeri -TL	Asgari 122.000.000	Asgari 61.000.000	Asgari 30.500.000
Vergi öncesi kâr elde edilmiş olması	Son iki yıldan en az birinde	Son iki yıldan en az birinde	Son iki yıl
Halka arz edilen hisse senetlerinin ödenmiş veya çıkarılmış sermayeye oranı	-	Asgari % 5	Asgari % 25
Bağımsız denetimden geçmiş en son mali tablolardaki özsermaye - TL	Asgari 30.500.000	Asgari 19.500.000	Asgari 12.200.000

Tablo 1

şeklindeki halka arzlara izin verilmeyerek halka arzdan toplanan fonun ortaklara değil firmaya aktarılması ve şirketin büyümesinde kullanılması sağlanmaktadır.

KOBİ'lerin sermaye piyasalarına adım atmakta zorlanmalarının arkasında yatan bir diğer sebep de bu firmaların Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) ve Borsa düzenlemelerine çok yabancı olmalarıdır. Bu problemi aşmak için GİP'de Piyasa Danışmanlığı Kurumu oluşturulmuştur. Piyasa Danışmanı, kabul başvurusu öncesinde gerekli hazırlıkların tamamlanmasında şirkete yardımcı olmak, başvuruda Borsa'ya iletilen ve kamuya açıklanan bilgi ve belgelerin doğruluğunu işlem görecek şirket ile birlikte onaylamak, GİP Listesi'ne kabul başvurusunda Borsa'ya sunulacak olan şirket raporunu hazırlamak, GİP Listesi'ne kabul sonrasında şirketin SPK ve Borsa düzenlemelerine uyumunun sağlanması için danışmanlık hizmeti vermek gibi görevleri sermaye piyasası mevzuatı ve Borsa düzenlemelerine uygun şekilde yerine getirmekle sorumludur.

GİP'e gelecek olan firmaların bir piyasa danışmanı ile en az iki yıl süreli bir anlaşma imzalamış olması gerekmektedir. Böylelikle, Piyasa Danışmanlarının desteği sayesinde bu firmaların mevzuat ve düzenlemeleri bilme ve bunları yerine getirebilme noktasındaki bilgi eksikliklerinin giderilmesi amaçlanmıştır. Bu doğrultuda, Gelişen İşletmeler Piyasası'nda piyasa danışmanı olarak yetkilendirilmiş 17 aracı kurum bulunmaktadır.

Halka arzlara konu payların durumu nedir?

GİP'te yapılacak olan halka arzlara konu paylar, mevcut ortakların yeni pay alma haklarının kısıtlanması neticesinde yapılacak sermaye artırımı neticesinde çıkarılacak paylardan oluşması gerekmektedir. Mevcut ortakların paylarının satışı şeklindeki halka arzlara izin verilmeyerek, halka arzdan toplanan fonun ortaklara değil firmaya aktarılması ve şirketin büyümesinde kullanılması sağlanmaktadır.

GİP'te KOBİ'lerimizin faydalanabileceği avantajları da özetle sıralayacak olursak;

- Payları GİP'te işlem görecek olan firmalardan alınan ve resmi tarife ile belirlenmiş İMKB, SPK ve Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) ücretleri, standart ücretlerinin onda biri seviyesine çekilmiştir.
- Ayrıca İMKB ücretleri 2012 yılı sonuna kadar alınmayacaktır.
- İMKB Hisse Senetleri Piyasası pazarlarında işlem gören şirketler İMKB tarafından tüm sermaye tutarları üzerinden ücretlendirilirken, GİP Listesi ücretleri sadece şirketin GİP Listesi'nde bulunan paylarının tutarı üzerinden alınmaktadır.
- Sadece yıl sonu finansal tabloların bağımsız denetimden geçmiş olması yeterlidir. Ara dönem finansal tabloları için bu şart aranmamaktadır.
- GİP Yönetmeliği'nde başvurunun kabulü için nitelik veya niceliğe ilişkin (kârlılık, faaliyet süresi, özsermaye büyüklüğü vb.) bir kriter tanımlanmamıştır.
- Payları GİP'te işlem gören ortaklıklar, Kurul kaydına alındıkları tarihi izleyen üç hesap dönemi boyunca birinci temettüü dağıtmayabilirler. (Seri IV, No:39)
- Firmalar, ihraç edilen sermaye piyasası aracının toplam satış bedelinin 3.000.000 TL'nin altında olması durumunda, SPK'ca izahname düzenleme yükümlülüğünden muaf tutulabilirler. (Seri IV, No:39)
- GİP'te işlem görecek şirketler yönetim kurulu ile pay sahipleri arasındaki iletişimi sağlayan pay sahipleri ile ilişkiler biriminin oluşturulması zorunluluğundan muaf tutulmuştur.

GİP'de Yetkili Piyasa Danışmanlarının Listesi				
Piyasa Danışmanı	**Adres**	**Telefon/Faks**	**İnternet Sitesi**	**Yetki Durumu***
Ata Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.	Dikilitaş Mah. Emirhan Cad. No: 109 Atakule Kat:11 Balmumcu 34349 İstanbul	Tel: (212) 310 62 00 Faks: (212) 310 62 10	www.atayatirim.com.tr	Yetkili
Bizim Menkul Değerler A.Ş.	Yeni Sahra Mahallesi İnönü Caddesi Kanarya Sokak No: 25 Kat: 4-5 Ataşehir İstanbul	Tel: (216) 547 13 00 Faks: (216) 547 13 98-99	www.bmd.com.tr	Yetkili
Camiş Menkul Değerler A.Ş.	Büyükdere Caddesi No:245 USO Center Kat:2 34398 Maslak Şişli İstanbul	Tel: (212) 330 07 00 Faks: (212) 330 06 01	www.camismenkul.com.tr	Yetkili
Ekinciler Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	Hazine Sokak No: 14 Küçükbakkalköy Ataşehir İstanbul	Tel: (216) 577 42 42 Faks: (216) 577 81 31	www.ekinvest.com	Yetkili
Eti Yatırım A.Ş.	Büyükdere Cad. No:103-A Şarlı İş Merkezi A Blok Kat 7 Mecidiyeköy Şişli İstanbul	Tel: (212) 321 38 38 Faks: (212) 294 93 93	www.etiyatirim.com	Yetkili
Neta Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	Bebek Mahallesi Bağarası Sokak No: 9 K: 1-2 Beşiktaş 34342 İstanbul	Tel: (212) 287 16 28 Faks: (212) 263 88 75	www.evgin.com.tr	Yetkili
Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	Nispetiye Caddesi Akmerkez B Kulesi Kat:2-3 Etiler 34337 İstanbul	Tel: (212) 282 17 00 Faks: (212) 282 22 50	www.finansinvest.com	Yetkili
Galata Menkul Değerler A.Ş.	Kılıçalipaşa Mah. Meclis-i Mebusan Cad. Dursun Han No:23 Kat:2 Beyoğlu-İst.	Tel: (212) 393 39 00 Faks: (212) 293 10 10	www.galatamenkul.com	Yetkili
Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	Cumhuriyet Mahallesi E-5 Yanyol No: 29 81450 Yakacık Kartal İstanbul	Tel: (216) 453 00 00 Faks: (216) 451 63 64	www.gedik.com	Yetkili
Global Menkul Değerler A.Ş.	Rıhtım Caddesi No:51 Karaköy 34425 İstanbul	Tel: (212) 244 55 66 Faks: (212) 244 55 67	www.global.com.tr	Yetkili
İnfo Yatırım A.Ş.	Büyükdere Caddesi No:20 Levent 34330 İstanbul	Tel: (212) 319 26 00 Faks: (212) 324 84 26	www.infoyatirim.com	Yetkili
Meksa Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	Büyükdere Caddesi No: 171 Metrocity A Blok Kat: 4-5 1.Levent Şişli İstanbul	Tel: (212) 385 09 00 Faks: (212) 344 11 21	www.meksayatirim.com	Yetkili
Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	Büyükdere Caddesi No:171 Metrocity A Blok Kat:7 1. Levent İstanbul	Tel: (212) 344 09 00 Faks: (212) 344 09 13	www.metroyatirim.com.tr	Yetkili
Strateji Menkul Değerler A.Ş.	Büyükdere Caddesi No:100-102 K:26 Maya Akar Center Esentepe Şişli İstanbul	Tel: (212) 354 79 00 Faks: (212) 288 48 11	www.strateji.com.tr	Yetkili
Tekstil Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	Büyükdere Caddesi No:63 Maslak 34398 İstanbul	Tel: (212) 276 27 27 Faks: (212) 276 29 00	www.tekstilyatirim.com.tr	Yetkili
Tera Menkul Değerler A.Ş.	Eski Büyükdere Cad. Ayazağa Yolu İz Plaza Giz No:4 Kat:8 Şişli İstanbul	Tel: (212) 365 10 00 Faks: (212) 290 69 95	www.teramenkul.com	Yetkili
Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş.	Nispetiye Caddesi Akmerkez E-3 Blok Kat:4 Etiler Beşiktaş İstanbul	Tel: (212) 317 69 00 Faks: (212) 282 15 50	www.yatirimfinansman.com	Yetkili

- GİP'te işlem görecek şirketler Sermaye Piyasası mevzuatından kaynaklanan yükümlülüklerin yerine getirilmesinde ve kurumsal yönetim uygulamalarında koordinasyonu sağlayan bir personelin görevlendirilmesi zorunluluğundan muaf tutulmuştur (Seri IV, No:41).
- Kurumsal Yönetim İlkeleri çerçevesinde zorunlu olarak atanması gereken "Bağımsız Yönetim Kurulu Üyesi" şartından muaf tutulmuştur. (Seri IV, No 56)
- KOSGEB veri tabanında kayıtlı olmak şartıyla payları GİP'te işlem görecek olan firmalara halka arz maliyetlerini karşılayabilmeleri için KOSGEB tarafından 100.000 TL'ye kadar geri ödemesiz destek verilebilmektedir.

KOSGEB Destek Programı unsurlarının üst limitleri ve oranları Tablo 2'de verilmiştir.

Destek Unsurları	Destek Ödemesi Üst Limiti (TL)	Oranı (%)
Piyasa danışmanı danışmanlık hizmet bedeli (azami 2 yıl)	60.000	75
Bağımsız denetim hizmeti bedeli	20.000	75
SPK kurul kaydına alma ücreti	10.000	100
İMKB Gelişen İşletmeler Piyasası listesine kabul ücreti		
Merkezi Kayıt Kuruluşu masrafı		
Aracı kuruluşa ödenecek aracılık komisyonu	10.000	75

Tablo 2

Halka açılma süreciyle birlikte, KOBİ'lerimiz mevcut finansal yapılarını sağlamlaştıracak ve hem rekabet avantajı sağlayacaklar hem de uluslararası piyasalara entegre olarak ürün ve hizmetlerini pazarlayabilecekleri yeni bölgelere açılabileceklerdir. Bunun yanında daha kurumsal ve şeffaf yapıya kavuşmaları neticesinde özellikle bankacılık sektöründen rakiplerinden daha kolay ve daha ucuza fon temin edebilecekler, kendilerini etkileyebilecek risklere karşı gerekli önlemleri zamanında alabilecek ve olası zararları en az hasarla atlatma noktasında kayda değer bir direnç kazanacaklardır. Bunun yanında artık bağımsız denetim yaptıracak olan bu firmalar daha güvenilir ve gerçekçi finansal tablolarla kayıtdışı ekonominin azaltılması noktasında ciddi etki sağlayacaklar ve yeni yatırımlarla istihdamı artırıcı aktörlerin başında gelebileceklerdir.

Borsamız, yetkili piyasa danışmanı kurumlar, diğer sermaye piyasası kurumları ve ilgili şehirlerde bulunan ticaret ve sanayi odaları ile işbirliği içerisinde düzenlenmekte olan tanıtım toplantıları vasıtasıyla KOBİ ölçeğindeki şirketlerin ortakları ile yöneticilerini GİP hakkında bilgilendirmektedir.

Bir şirket GİP'te işlem görmeye karar verdikten sonra özetle aşağıdaki aşamalardan geçmektedir;

Şirket Bünyesinde Takım Oluşturulması
Şirket bünyesinde GİP'e başvuruda bulunmak için yapılması gereken işleri yürütecek sorumlu bir takım oluşturulmalıdır. Şirket payları GİP Listesi'ne kabul edildikten sonra şirketin sermaye piyasası mevzuatından kaynaklanan yükümlülüklerinin yerine getirilmesi; piyasa danışmanı, SPK, İMKB, MKK gibi kurumlarla ve yatırımcılarla ilişkilerin yürütülmesi gerekeceğinden, hazırlık ekibine ileride bu işleri yapacak personelin dahil edilmesi faydalı olacaktır.

Piyasa Danışmanı ile Anlaşma Yapılması
GİP'te işlem görmeyi planlayan şirketlerin gerekli hazırlıkları birlikte yürütmek için bir piyasa danışmanı ile anlaşma yapması gereklidir.

Aracı Kuruluş Seçimi
Şirket paylarını halka arz veya tahsisli satış yöntemi ile Borsa'da satmak üzere bir aracı kuruluş ile kendi tercihine bağlı olarak anlaşma yapabilir.

Bağımsız Denetim Şirketi Seçimi
Şirketin Sermaye Piyasası Mevzuatına uygun olarak hazırlayacağı finansal tablolarını denetleyip görüş verecek SPK tarafından yetkilendirilmiş bir bağımsız denetim şirketi ile anlaşma yapması gereklidir.

Halka açılma süreciyle birlikte, KOBİ'lerimiz mevcut finansal yapılarını sağlamlaştıracak ve hem rekabet avantajı sağlayacaklar hem de uluslararası piyasalara entegre olarak ürün ve hizmetlerini pazarlayabilecekleri yeni bölgelere açılabileceklerdir. Bunun yanında daha kurumsal ve şeffaf yapıya kavuşmaları neticesinde özellikle bankacılık sektöründen rakiplerinden daha kolay ve daha ucuza fon temin edebilecekler, kendilerini etkileyebilecek risklere karşı gerekli önlemleri zamanında alabilecek ve olası zararları en az hasarla atlatma noktasında kayda değer bir direnç kazanacaklardır.

İMKB Gelişen İşletmeler Piyasası (GİP) ile Hisse Senetleri Piyasası (HSP) arasındaki temel farklılıklar

Hisse Senetleri Piyasası	Gelişen İşletmeler Piyasası
Başvuru Şekli	
• Kotasyon Yönetmeliği'ne tabidir.	• GİP Yönetmeliği'ne tabidir.
• Sermayenin tamamı kota alınır.	• Sermayenin sadece işlem görecek kısmı GİP Listesi'ne alınır.
• Hem Ulusal Pazar'a (kârlılık 1-2 yıl, faaliyet süresi 3 yıl, özsermaye büyüklüğü 12,2 M TL, halka açılan piyasa değeri 30,5 M TL, halka açıklık oranı % 25 vb.) hem de II. Ulusal Pazar'a (halka açılan piyasa değeri 6,1 M TL, halka açıklık oranı % 15 vb.) kabul için nicelik ve/veya niteliğe ilişkin kriterler tanımlıdır.	• GİP'e kabul için nitelik veya niceliğe ilişkin bir kriter tanımlanmamıştır.
• Gerekli inceleme İMKB tarafından yapılır, Ulusal veya II. Ulusal pazarlardan uygun olanında Yönetim Kurulu kararı ile işlem görebilir.	• Gerekli inceleme Piyasa Danışmanı kuruluş tarafından yapılır. Piyasa Danışmanı'nın şirket hakkında hazırladığı raporda olumlu görüş belirtmesi halinde Yönetim Kurulu kararı ile GİP Listesi'ne alınabilir.
İMKB, SPK, MKK Ücretleri	
• SPK % 0,2 (binde iki) • İMKB % 0,1 (binde bir) + her yıl 1/4'ü • MKK Üyelik % 0,1 ve 2K<-<50K İşlem % 0,05 (on binde beş)	• SPK GİP % 0,02 (on binde iki) • İMKB % 0,01 (on binde bir) + 1/4'ü (2013 e kadar tam muafiyet) • MKK Üyelik % 0,01 ve 200<-<5K İşlem % 0,005 (yüz binde beş) • GİP te ücretler HSP'den alınan ücretlerin 1/10'u oranındadır. 2012 yıl sonuna kadar İMKB tarafından ücret alınmayacaktır.
Piyasada İşlem Görme	
• Halka arz yöntemiyle gelebilir. • Halka arz sermaye artırımı ve/veya ortak satışı şeklinde yapılabilir. • İMKB tarafından, Ulusal Pazar'a kabul için halka arzın en az 250 gerçek ve tüzel kişiye yapılmış olması şartı aranır.	• Halka arz veya tahsisli satış yöntemiyle gelebilir. • Halka arz sadece sermaye artırımı şeklinde yapılabilir. • Kişi sayısında herhangi bir sınırlama yoktur.
Finansal Raporların Kamuya Açıklanması	
• Bağımsız denetimden geçmiş 6 aylık ve yıllık finansal tablolar • Bağımsız denetimden geçmemiş 3 ve 9 aylık tablolar • Yıl sonu faaliyet raporu kamuya açıklanır.	• Yıl sonu finansal tablolar ile bunlara ilişkin bağımsız denetim raporu • Bağımsız denetimden geçmemiş 6 aylık finansal tablolar • Yıl sonu faaliyet raporu kamuya açıklanır.
İşlem Yöntemi	
• Sürekli müzayede yöntemi esastır, • A, B, C grupları bazında tek fiyat veya piyasa yapıcılı sürekli müzayede uygulanır	• Piyasa yapıcılı sürekli müzayede yöntemi veya tek fiyat yöntemi uygulanır
Yatırımcı	
• Yatırımcı ile aracı kurum arasında çerçeve sözleşmesi imzalanması gerekmektedir	• Yatırımcıların çerçeve sözleşmesinin yanı sıra GİP Risk Bildirim Formu imzalamaları gerekmektedir.

GİP'e katılan işletmeler ne gibi avantajlara sahip olacaklardır?

KOBİ'lerimiz, mevcut finansal yapılarını sağlamlaştıracak ve hem rekabet avantajı sağlayacaklar hem de uluslararası piyasalara entegre olarak ürün ve hizmetlerini pazarlayabilecekleri yeni bölgelere açılabileceklerdir. Bunun yanında daha kurumsal ve şeffaf yapıya kavuşmaları neticesinde özellikle bankacılık sektöründen rakiplerinden daha kolay ve daha ucuza fon temin edebilecekler, kendilerini etkileyebilecek risklere karşı gerekli önlemleri zamanında alabilecek ve olası zararları en az hasarla atlatma noktasında kayda değer bir direnç kazanacaklardır.

Sermaye Artırımı ve Ana Sözleşme Değişikliği

Şirket ana sözleşmesinin sermaye piyasası mevzuatı ile uyumlu olması gereklidir ve sermaye artırımı kararı da yetkili şirket organınca alınmalıdır. Şirket ana sözleşmesinin sermaye piyasası mevzuatına uygun hale gelecek şekilde değiştirilmesi için gerekli kararları almak üzere şirket genel kurulunun toplanması gerekir. Sermaye artırımı hususu da şirket "esas sermaye sistemine" tabi ise şirket genel kurulunca, "kayıtlı sermaye sistemine" tabi ise şirket yönetim kurulunca karara bağlanmalıdır.

Başvuru Dosyasının Hazırlanması

Piyasa danışmanı ile şirket, SPK ve İMKB başvuruları için gerekli raporları ve belgeleri içeren başvuru dosyalarını hazırlarlar. Hazırlanan evrakların doğruluğundan şirket ve piyasa danışmanı birlikte sorumlu olup bu kapsamda başvuru dosyasındaki ilgili dokümanları kaşeleyerek imzalamalıdırlar. İMKB'ye yapılacak başvuru ekinde gerekli bilgi ve belgelerin ibraz edilmesi de esastır.

SPK ve İMKB Başvuruları

SPK'ya şirket paylarının kayda alınması için, İMKB'ye de şirket paylarının GİP Listesi'ne alınarak işlem görmesi için eşzamanlı başvuru yapılır. Başvuru dosyasının eksiksiz olması ilgili kurumların incelemelerini daha hızlı sonuçlandırmasını sağlayacaktır.

GİP Listesi'ne Kabul ve GİP'te İşlem Görmeye Başlama

SPK tarafından kayda alınan paylar, halka arz veya tahsisli satış sonrasında İMKB Yönetim Kurulu'nca GİP Listesi'ne kabul edilmesi kararının yayınlanmasını takip eden ikinci işlem gününden itibaren GİP'te işlem görmeye başlar.



Av. Yard. Doç. Dr. Ahmet Keşli

Group Law Firm Kurucu Ortağı

Londra Borsası



AIM Nedir?

AIM (Alternative Investment Market) piyasası Londra Menkul Kıymetler Borsası'nın, risk sermayeli şirketlerden, yerleşmiş şirketlere kadar uzanmakta olan KOBİ'ler için uluslararası bir piyasadır.

AIM kurulduğu günden itibaren ana piyasalara göre daha esnek bir düzenleyici rejim ile dünya çapında bir ünü harmanlayarak günümüzün uluslararası alanda en başarılı büyüme piyasası haline gelmiştir.

1995 yılında kurulan AIM'e, 31 Ağustos 2007 tarihinde 455'i yurtdışında olmak üzere toplam 2865 şirket kayıt olmuştur. AIM'in değeri 2007 yılında 12,9 milyar İngiliz Sterlini, başlangıcından itibaren ise 52,5 milyar İngiliz Sterlini değer kazanmıştır. 2007 yılında Birleşik Krallık'ın sermaye akışının çoğu AIM üzerinde oluşmuştur: 31 Ağustos 2007 tarihine kadar 286 yeni dağıtımın 201'i AIM'de gerçekleşmiştir.

Birçok hızlı büyüyen Türk şirketi için de AIM cazip bir seçenektir ve büyük fırsatlar sunmaktadır.

Avantajları

Bir AIM hissesi Londra'daki yüksek bir profile sahip uluslararası bir pazardaki akışların tüm yararlarını aşağıdaki gibi sağlar:

- Hem akış hem de daha sonraki zamanlarda uzun vadeli yatırımlara hazır erişim,
- Şirket hisselerinde bir dış pazarın ve şirket için objektif bir pazar değerinin oluşturulması,
- Hisseleri göz önünde bulundurarak edinim fırsatlarından faydalanma yeteneği,
- Çalışanları uzun vadede teşvik edici hisse planları ile teşvik potansiyeli,
- Daha yüksek kamuoyu profili,
- Müşteriler ve tedarikçiler açısından daha büyük bir güven ilişkisi,

Düzenleyici Şartların Esnekliği

AIM'in başarısı daha ziyade küçük ve büyümekte olan şirketlerin ihtiyaçlarına yönelik özel olarak tasarlanan, basitleştirilmiş ve esnek düzenleyici rejiminden kaynaklanmaktadır. Buna rağmen, piyasa geliştikçe bir takım büyük ve/veya uluslararası şirketler de bu faydalardan yararlanmıştır.

AIM kuralları altında kabul prosedürü Londra Menkul Kıymetler Borsasının ana piyasalarından veya Avrupa piyasalarından daha basittir. Özellikle de diğer ana piyasaların aksine, ifşa dokümanına ve bir düzenleyici tarafından kabul edilmeye veya ön incelemeden geçirilmeye ihtiyaç yoktur. Daha doğrusu, bir menkul kıymetin borsada alınıp satılmasından önce uyulması gereken şartların (kotasyonun gerçekleşmesi) karşılanması, atanmış olan danışmanın sorumluluğundadır. Üç yıllık ticari kayıt veya minimum halka açıklık oranı gibi şartlar da bu piyasada aranmamaktadır.

Bir şirket AIM'ye kotasyonunu gerçekleştikten sonra, devam eden yükümlülükler rejimi diğer ana piyasalarla kıyaslandığında daha hafiftir. Örneğin, ana piyasaların aksine birçok transaksiyon için hissedar onayı gerekmemektedir.

Aşağıdaki tablo ana piyasa ve AIM arasında kabul kriterleri ve devam eden yükümlülükler hakkındaki farklılıkları göstermektedir.

AIM piyasası, yatırımlarını farklı bir yönde genişletmek isteyen, yeni kurulmuş şirketler, aile şirketleri ya da yurtdışında faaliyet gösteren firmalar için ideal bir pazardır. AIM sadece bu tür şirketler ile sınırlı değildir. Son trendlere bakıldığında birçok büyük ve yerleşmiş şirket de AIM'nin sunduğu avantajlardan yararlanmaktadır.

Kimler Katılabilir?

AIM, dünya çapındaki her türlü sektörde faaliyet gösteren ve aranan giriş koşullarını karşılayabilen tüm şirketlere açıktır.

Şirketin büyüklüğüne ilişkin, bahsedilen esnek giriş koşulları nedeniyle herhangi bir kriter bulunmamakta ve kotasyon için önem arz etmemektedir.

AIM piyasası, yatırımlarını farklı bir yönde genişletmek isteyen, yeni kurulmuş şirketler, aile şirketleri ya da yurtdışında faaliyet gösteren firmalar için ideal bir pazardır. AIM sadece bu tür şirketler ile sınırlı değildir. Son trendlere bakıldığında birçok büyük ve yerleşmiş şirket de AIM'nin sunduğu avantajlardan yararlanmaktadır.

AIM'e giriş yapmak isteyen şirketler genel olarak iktisaplarını ve tasarruflarını etkileyen belgeleri düzenlemek zorunda

Londra Borsası – Ana Piyasa	AIM
UKLA tarafından prospektüsün ön incelemeden geçirilmesi	Kabul dokümanı ön incelemeden geçirilmez
Genel olarak üç yıllık ticari kayıt aranılması	Ticari kayıt aranmaz
Hisselerin minimum % 25'i halka arz edilmeli	Minimum halka arz oranı yoktur
Minimum işlem hacmi	Minimum işlem hacmi yoktur
Öncelikli hissedar incelemesi önemli devralmalar, satışlar ve ilgili taraf transaksiyonlar için gereklidir	Transaksiyonlar için hissedarların ön incelemesi yoktur (Şirketin faaliyetlerinde tersine devralma veya satış sayesinde esaslı değişiklikler meydana gelmemesi koşuluyla)
Sadece kotasyon ve transaksiyon için sponsor gereklidir	Her zaman atanmış danışman gereklidir

Vergi Avantajları

Şirketler ve bireysel yatırımcılar AIM'e yapılan giriş sayesinde ana piyasada elde edilemeyen vergi avantajlarından yararlanmaktadırlar. Şirket örneğin Enterprise Investment Scheme (EIS) yardımına hak kazanabilmektedir. AIM'nin internet sayfasında AIM vergi avantajları hakkında yardımcı bir kılavuz ve bütçeler hakkında dokümanlar bulunmaktadır: *http://www.londonstockexchange.com/en-gb/products/companyservices/ourmarkets/aim_new/*

değildir. Bu nedenle AIM, büyüme için iktisap yoluna başvuran şirketler için çok caziptir.

Şirket AIM İçin Uygun Mudur?

AIM'ye katılmak için sadece gereken giriş şartların yerine getirilmesi yeterli olmamaktadır. Bunun dışında söz konusu şirketin, yatırımcılar açısından ilgi çekici olması gerekmektedir. Şirketin yatırımcılar açısından ilgi çekici olup olmadığını ve karlı bir yatırım fırsatı teş-

kil edip etmediğini aşağıda belirtilmiş olan hususlara bağlıdır:

• Kârlı ve gerçekçi bir iş planı; şirket açıkça bir pazar fırsatı sunacak belirli ürün veya hizmetlere sahip midir? Söz konusu iş modeli açıkça tanımlanmış ve kolay anlaşılmakta mıdır? Şirketin gösterilebilir bir büyüme potansiyeli mevcut mudur? Söz konusu şirket kâr elde edebilmekteyse, kar amacı doğrultusunda açıkça tanımlanmış bir yola sahip midir?

• Güvenilir, iyi idare edilen bir iş tipinde iyi bir geçiş; bu durum, örneğin teknoloji ve biyokimya alanlarında olması zorunlu bir koşul değildir.

• Uygun özelliklere ve deneyime sahip kişilerden oluşmuş anahtar mesleklere sahip güçlü bir yönetim ekibi;

En son trende göre daha büyük ve yerleşmiş şirketler AIM'ye kote edilmektedir. Aşağıdaki tabloda hangi tür şirketlerin AIM'de kotasyonu gerçekleştiği ve büyüklüklerine dair fikir vermesi için AIM'de kotasyonu gerçekleşmiş ve en çok işlem hacmine sahip ilk 10 ve 40-50 arasındaki şirketler gösterilmiştir.

• Sahiplik ve muhasebede şeffaflık; yatırımcılar, şirketin sahipliğine ve kontrolüne ilişkin şeffaflık eksikliği hususunda endişelenecektirler. Şirketlerin bu nedenle güçlü ve oturmuş mali denetim ve idari raporlandırma sistemlerine ihtiyaçları vardır.

• Şirket yönetimi; şirket yönetimindeki Birlik Yasası, AIM şirketleri için söz konusu olmasına rağmen yatırımcılar, şirketin başlıca şartlarının uygun alanlarda yerine getirildiğini görmek isteyeceklerdir.

• Zamanlama ve pazar fikri; ekonomi veya pazar değişiklikleri gibi şirket kontrolün ötesindeki etkenler şirket değerini ve hatta akış yeteneğini bile etkileyebilmektedir.

AIM'ye Kotasyonu Gerçekleşmiş Şirketlerin Türleri

AIM'de yer alan firmalar mali hizmetler, medya, eğlence, madencilik, petrol ve gaz, ilaç ve biyoteknoloji, emlak ve daha birçok farklı sektörlerin da dahil olduğu çok geniş bir sektör yelpazesi sunmaktadır.

En son trende göre daha büyük ve yerleşmiş şirketler AIM'ye kote edilmektedir. Aşağıdaki tabloda hangi tür şirketlerin AIM'de kotasyonu gerçekleştiği ve büyüklüklerine dair fikir vermesi için AIM'de kotasyonu gerçekleşmiş ve en çok işlem hacmine sahip ilk 10 ve 40-50 arasındaki şirketler gösterilmiştir.

	Şirket	Faaliyet Alanı	İşlem Hacmi (£ Milyon)
1	Siber Energy Plc	0533 Keşif & İmalat	1,668.22
2	Mecom Group Plc	5557 Yayıncılık	1,213.57
3	UraMin Inc.	1755 Demir İçermeyen Metaller	1,031.57
4	Nikanor Plc	1755 Demir İçermeyen Metaller	979.05
5	Revenue Assurance Sevices Plc	2795 Finansal Yayıncılık	845.61
6	Lamprell Plc	0573 Petrol Ekipmanı & Hizmetleri	770.00
7	Playtech Ltd	9537 Software	762.67
8	Dolphin Capital Investors	8733 Gayrimenkul Holding & Development	729.68
9	Peter Hambro Mining Plc	1777 Altın Madenciliği	710.46
10	Monsoon Plc	5371 Konfeksiyon Perakendecileri	699.42
40	China Real Estate Opportunities Ltd	8733 Gayrimenkul Holding & Development	373.13
41	Sandvine Corp	9578 Telekomünikasyon Ekipmanı	372.09
42	Consolidated Minerals Ltd	1775 Genel Madencilik	361.10
43	Steppe Cement Ltd	2353 Yapı Malzemeleri & Aksesuarları	361.95
44	Unitech Corporate Parks Plc	8733 Gayrimenkul Holding & Development	360.00
45	Genus Plc	4573 Biyoteknoloji	347.53
46	Origin Enterprises Plc	3573 Tarımcılık & Balıkcılık	347.47
47	Booker Group Plc	5337 Gıda Perakendeciler & Toptancılar	342.33
48	Bateman Litwin N.V.	0573 Petrol Ekipmanı & Hizmetleri	337.21
49	EcoSecurities Group Plc	8777 Yatırım Hizmetleri	337.21
50	Infinity Bio-energy Ltd	3577 Gıda Ürünleri	336.85

(Tablodaki veriler örnek verilerdir)

Nomad, genellikle her türlü hisse teklifini imzalayabilme yetkisine sahip bir yatırım bankasıdır. Nomad, kurumun Londra Menkul Kıymetler Borsası'nın AIM piyasasına katılması için uygunluğunu doğrulaması gerekmektedir. Şirket AIM'ye kabul edildikten sonra devam eden ifşa gereksinimleri vardır ve bu nedenle her zaman bir Nomad ile çalışılması gerekmektedir. Şirketin kotasyonunu takiben, Nomad, şirketin AIM kurallarına riayet edip etmediğini denetlemektedir.

Türk Hukukunda Durum

AIM'ye giriş yapmak isteyen bir Türk şirketi, kabulünden sonra da Türk tüzel kişiliğini koruyacak ve Türk hukukuna tabi olmaya devam edecektir. Şirket aynı zamanda başka bir menkul kıymetler borsasında işlem görmekteyse, o menkul kıymetler borsasının gereksinimlerini uygulamaya ve yükümlülüklerini yerine getirmeye devam edecektir.

Şirket aynı zamanda yabancılar için uygulanan "Financial Services and Markets Act 2000" (Birleşik Krallıkta 2000 yılında yürürlüğe giren Finansal Hizmetler ve Piyasalar hakkında kanun) gibi diğer Birleşik Krallık gereksinimlerine de konu olacaktır. Ayrıca, AIM'in kabulünden sonra, şirket hissedarları ile yapılacak muhabereler hem Birleşik Krallık hem de Türk Sermaye Piyasası Hukukuna ve ilgili düzenlemelere tabi olacaktır.

Giriş İçin Neler Gerekmektedir?

Kurumun ilk adımlarından biri görevli danışman "Nomad", simsar muhasebeciler, avukatlar, bir PR ajansı ve bir kayıt memur tayin etmektir. Bir diğeri ise tahvillerin AIM'ye yönlendirilmesidir. Bunlara ilaveten muhasebe, kurumsal yönetim ve kurum içi düzen ve diğer hususlar üzerinde de durulması gerekmektedir.

Türk şirketleri danışman seçimi yaparken, prosedürü kolaylaştırmak ve maliyetleri en aza indirgemek amacıyla, seçecekleri danışmanların daha önce bu tür transaksiyonları Türk şirketlerle gerçekleştirip gerçekleştirmediklerine dikkat etmelidirler.

Görevli Danışman

AIM şirketlerin sürekli olarak görevlendirilmiş bir danışmanı olması gerekmektedir. Görevlendirilmiş bu danışmana genellikle "Nomad" (Nominated Adviser) ismi verilir.

Nomad, genellikle her türlü hisse teklifini imzalayabilme yetkisine sahip bir yatırım bankasıdır. Nomad, kurumun Londra Menkul Kıymetler Borsasının AIM piyasasına katılması için uygunluğunu doğrulaması gerekmektedir. Şirket AIM'ye kabul edildikten sonra devam eden ifşa gereksinimleri vardır ve bu nedenle her zaman bir Nomad ile çalışılması gerekmektedir. Şirketin kotasyonunu takiben, Nomad, şirketin AIM kurallarına riayet edip etmediğini denetlemektedir.

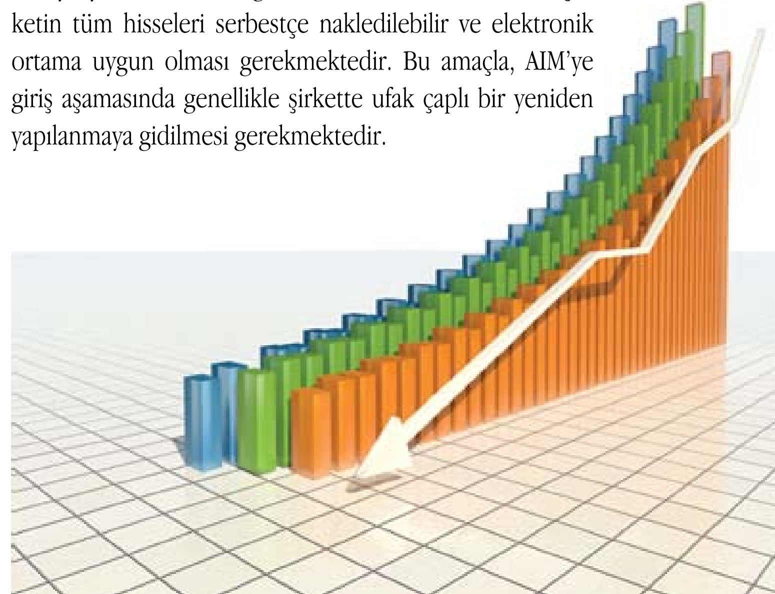
Nomad danışman şirket tarafından görevlendirilir ve söz konusu şirket ile Londra Menkul Kıymetler Borası arasında bir köprü oluşturur. Nomad'in başlıca amacı Londra Menkul Kıymetler Borsasına, şirketin AIM'ye katılmak için uygunluğuna dair görüş bildirmesidir.

Simsar

AIM'ye kote edilen şirketlin çoğu zaman bir AIM simsarına ihtiyacı vardır. Söz konusu simsarın işlevi bir tahviller merkezi oluşturmak ve temel olarak şirketin hisseleriyle ilgili ilişkilerle ilgilenmektedir (bu hisselerin düzenli bir pazar teminine dayalı yürütülmesi zorunludur). Genellikle Nomad ve Simsar faaliyeti aynı şirket tarafından sunulmaktadır.

Hisseler

Şirket, hisselerin halka arz edilmesi için tüm hisselerin AIM'ye yönlendirilmesi gerekmektedir. Buna ilaveten şirketin tüm hisseleri serbestçe nakledilebilir ve elektronik ortama uygun olması gerekmektedir. Bu amaçla, AIM'ye giriş aşamasında genellikle şirkette ufak çaplı bir yeniden yapılanmaya gidilmesi gerekmektedir.



Giriş Belgesi

Girişten önce her şirket, tüm potansiyel yatırımcılarına ulaşabileceği bir giriş belgesi hazırlamalıdır. Bu giriş belgesi şirketin faaliyetlerini, geleceğe yönelik hedeflerini, yöneticiler hakkında ayrıntıları, yöneticilerin şirket hakkında görüş ve düşüncelerini ve son üç yıllı kapsayan mali bilgileri içermektedir. Böylece potansiyel yatırımcılara şirketin mali konumuna ve şirket hakkındaki gelecek beklentilere dair değerlendirme yapabilmeleri için bir bilgi kaynağı oluşturmaktadır.

AB Prospektüs Direktifine göre bir şirket, hisse senetlerini veya tahvillerini halka arz ettiğinde, belirli istisnalar dışında, bir izahname (kişileri bir şirketin hisse senedi veya tahvillerini satın almaya davet eden belge) hazırlamalıdır. Böyle bir durumda, söz konusu doküman yayınlanmadan önce yetkili idare tarafından onaylanması gerekecektir.

"Halka arz etmek" geniş ve kapsamlı bir tanım olmasına rağmen, söz konusu şirketin bir izahname hazırlamasını gerektirmeyen bir takım istisnai durumlar mevcuttur. Bu istisnaların en önemlisi, hisse senetlerin veya tahvillerin her AB üye devleti için en fazla 100 kişiye sunulması durumudur.

Birçok AIM şirketi, kurumsal yatırım olarak kotasyonu gerçekleştirmiştir. Böylece de bir izahname yayımlamak zorunda kalmamışlardır. İzahnamenin gerekmemesi, bunun yayımlanmadan önce Borsa tarafından onaylanmasına da gerek kalmaması anlamına gelmektedir. Bu durum prosedürü iyice hızlandırmaktadır.

İzahnamenin gerekmesi durumunda, giriş belgesi, izahnameyi de kapsayacaktır ve AB Prospektüs Direktifinde istenilen tüm bilgiler ile AIM kurallarında belirtilen diğer bilgileri içerecektir.

Giriş Belgesinden Kim Sorumludur?

Giriş belgesindeki potansiyel taahhütlerle ilgili herhangi bir aksaklık meydana gelmesi çok ciddi sorunlar beraberinde getirir ve bu nedenle çok dikkat edilmesi gereken bir husustur.

AB Prospektüs Direktifine göre bir şirket, hisse senetlerini veya tahvillerini halka arz ettiğinde, belirli istisnalar dışında, bir izahname (kişileri bir şirketin hisse senedi veya tahvillerini satın almaya davet eden belge) hazırlamalıdır. Böyle bir durumda, söz konusu doküman yayınlanmadan önce yetkili idare tarafından onaylanması gerekecektir.

Aksaklık riskini en aza indirgemek amacıyla şirketin avukatları, şirket yöneticilerinden giriş belgesinde yazılı soru ve cevap şeklinde aldıkları çeşitli ifadeleri kanıtlarla desteklemek için kapsamlı bir doğrulama sürecinden geçilir.

Giriş belgesinden şirket ve yöneticileri sorumludur ve genellikle bu kişilere potansiyel taahhütlerini ve sorumluluklarını anladıklarına ve kabul ettiklerine dair beyanların imzalanması gerekmektedir.

Diğer Belgeler

Giriş belgesini oluştururken hazırlanması gereken çeşitli belgeler daha vardır, bunlar:

- Şirketin, piyasaya girişi takiben en az 12 ay daha yeterli faaliyet sermayesine sahip olduğuna dair bir faaliyet sermaye raporu,

- Nomad ve yöneticiler için şirket hakkında muhasebeci tarafından hazırlanan ayrıntılı denetim raporu. Bu rapor, Nomad'a, şirketin AIM için uygunluğunu değerlendirirken, şirket ve faaliyetleri hakkında bilgi sahibi olmasını sağlamaktadır,

- Nomad ve şirket yöneticileri için avukatlar tarafından hazırlanan şirket hakkında yasal faaliyet yeterlilik raporu.

Ayrıntılı denetim raporun ile yasal faaliyet yeterlilik raporunun içeriği ve kapsamı söz konusu şirketin faaliyet gösterdiği sektörlere ve şirketin yapı ve geçmişine bağlı olarak şekillenmektedir.

Düşünülmesi Gereken Diğer Hususlar

Yukarıda da belirtildiği gibi üstünde durulması gereken bazı hususlar daha vardır. Bunlar muhasebe, kurumsal yönetim ve kurum içi düzenin sağlanmasıdır. Bunlara ilaveten doğal kaynaklar sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin gözetmesi gereken bir diğer husus daha bulunmaktadır.

Muhasebe

AIM kuralları Avrupa Ekonomik Alanı (AEA) ülkesinde yerleşik olan tüm AIM şirketlerine Uluslararası Muhasebe

AIM şirketleri "Combined Code" adı verilen Birleşik Krallığın kurumsal yönetim standartlarına uyması gerekmemekte ancak bunun en iyi uygulama olmadığı düşünülmektedir. Kote Edilmiş Şirketler Birliği, AIM şirketleri için bir takım kılavuz ilkeler çıkarmıştır. Bunlar Combined Code'a dayanmaktadır ancak daha basit ve az zaman alıcı bir genel çerçeveden oluşmaktadır. AIM'de kote edilmek isteyen şirketler erken bir aşamada bağımsız yönetimde görev almayan yönetim kurulu üyeleri (non-executive) atamalı ve atama (nomination), mükâfat (remuneratin) ve denetim (audit) komiteleri kurmalıdırlar.

Standartları'nı (IAS) uygulamasını öngörmektedir. AEA ülkelerinde yerleşik olmayan şirketler için AIM kuralları muhasebatın IAS veya ABD'nin, Kanada'nın veya Avustralya'nın genel kabul görmüş muhasebe ilkelerine (GAAP) göre tutulmasını öngörmektedir.

Kurumsal Yönetim

AIM şirketleri "Combined Code" adı verilen Birleşik Krallığın kurumsal yönetim standartlarına uyması gerekmemekte ancak bunun en iyi uygulama olmadığı düşünülmektedir. Kote Edilmiş Şirketler Birliği, AIM şirketleri için bir takım kılavuz ilkeler çıkarmıştır. Bunlar Combined Code'a dayanmaktadır ancak daha basit ve az zaman alıcı bir genel çerçeveden oluşmaktadır. AIM'de kote edilmek isteyen şirketler erken bir aşamada bağımsız yönetimde görev almayan yönetim kurulu üyeleri (non-executive) atamalı ve atama (nomination), mükâfat (remuneratin) ve denetim (audit) komiteleri kurmalıdırlar. Şirketlerin üzerindeki kurumsal yönetim yükü son senelerde artmaktadır ve bunun sonucunda tecrübeli yönetimde görev almayan yönetim kurulu üyelere olan talep artmıştır. Dolayısıyla yönetimde görev almayan yönetim kurulu üyelerin seçim prosedürüne erken bir aşamadan başlanmalıdır.

Kurum İçi Düzenin Sağlanması

Risk yönetim uygulaması gerçekleştirilmeli veya hukuki denetim yürütülmelidir. Örneğin şirket, var olan sözleşmeleri merkezi olarak dosyalamalı ve güncel ancak resmi olmayan anlaşmaları resmileştirmelidir. Ayrıca, şirket içi raporlama düzeni dikkatle gözden geçirilmeli ve şirketin hukuk ile finans ekiplerinde yeterince tecrübeli elemanların bulunup bulunmadığı kontrol edilmelidir.



Doğal Kaynaklar Sektöründe Faaliyet Gösteren Şirketler

Doğal kaynaklar sektöründe faaliyet gösteren şirketler Madencilik ayritten petrol ve gaz şirketleri hakkındaki AIM Kılavuzunda yer alan (AIM Guidance Note for Mining, Oil and Gas Companies) şartları yerine getirmeleri gerekir. Kılavuz madencilik, petrol ve gaz şirketlerinin AIM'ye kabulü için spesifik ilkeler belirtmektedir ve bu şirketlerin piyasadaki en iyi uygulamaya uymaları ve gözetmeleri amacıyla sürekli olarak devam eden yükümlülükler düzenlenmiştir.

İşlem Süresi ve Masraflar

AIM'ye kote edilmek isteyen şirketlerin izleyeceği 12 ile 24 haftalık bir süreç vardır. Ancak bu süreç aşağıdaki hususlara göre farklılık gösterebilir:

- AIM akışına uygun olarak şirketin yapılandırılması,
- Giriş belgesi için gerekli belgelerin toplanmasındaki hız ve verimlilik,
- Faaliyet yeterliliğinde derinlik ve doğrulama sürecindeki kolaylık.

(Daha fazla ayrıntı için lütfen EK I ve EK II' ye bakınız.)

Giriş işleminin masrafları doğal olarak profesyonel danışmanların ve Londra Menkul Kıymetler Borsasının ücretlerine göre faklılık gösterecektir. AIM'ye kotasyon için yapılacak masraf 300,000 ile 400,000 İngiliz Sterlini arasında değişmektedir (Katma Değer

Vergisi hariç). Buna ilaveten % 3 ile % 6 arasında değişebilecek şekilde toplanan para miktarının komisyonları da ortaya çıkacaktır.

Girişten sonra şirket için devam edecek yükümlülükler

Şirket AIM'ye kotasyonunu gerçekleştirdikten sonra devam eden yükümlülükleri aşağıdaki gibidir:

- Her zaman bir Nomad ile broker bulundurulması;
- Hisse fiyatlarındaki veya şirket faaliyetlerindeki performans değişiklikleri gibi hususların anında duyurulması;
- Yöneticilerin ve ilgili çalışanların yakın bir zamanda hisselerle ilgilenmediklerinden emin olunması;
- Hisse senetlerin veya tahvillerin elektronik ortam için uygun olduğuna dair emin olunması;
- Birleşik Krallık, GAAP ya da Uluslararası Muhasebe Standartlarına uygun olması gereken yarım yıllık raporların ve yıllık mali bildirilerin hazırlanması.

EK I: Londra AIM Menkul Kıymetler Borasına Giriş İçin Yol Haritası

Ön/Yapılandırma Aşaması

1. Şirketin yapısı
1.1. Şirketin yeniden yapılandırılmasına ihtiyaç var mıdır?
1.2. Yurtdışında ise, Birleşik Krallık holding şirketine ihtiyaç var mıdır?
1.3. Halka arz (IPO) öncesi kâr ödemesi yapılması için holding şirketinin yeterli kaynağı var mıdır?

2. Kotasyon Yapısı
2.1. Hisseler arz edilecek mi?
2.2. Yeni hissele senetleri mi yoksa sadece var olan hisse senetleri mi arz edilecek?
2.3. Perakende ve/veya kurumsal arz gerçekleşecek mi?
2.4. Çalışana hisse senedi arzı yapılacak mı?
2.5. Yurtdışındaki hangi yetki alanlara dağıtım yapılacaktır? Örneğin ABD.

3. Kurumsal yönetim
3.1. Yönetim kurulunun yapısının gözden geçirilmesi ihtiyacı ve diğer kurumsal yönetim tedbirleri

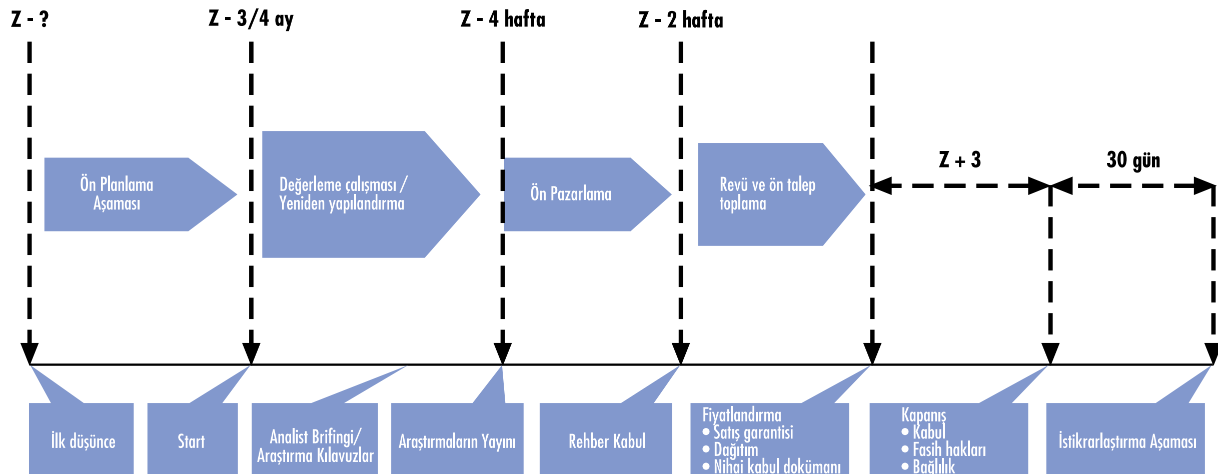
4. Muhasebat
4.1. Hangi muhasebe standartları kullanılmalıdır?
4.2. Muhasebatın şekli meselesi hakkında müzakereler

5. Mali şartlar
5.1. Şirket sermayesinin beyannamesi
5.2. Ayrıntılı hesap denetim raporu
5.3. Önemli değişim beyannamesi
5.4. Mali raporlama prosedürleri

6. Ön müzakereler
6.1. Uygunluk
6.2. Muhasebat sorunları

7. Zaman çizelgesini belirlemek

8. Danışmanların atanması
8.1. Banka/sponsor, hukukçular, muhasebeciler, yerel avukatlar, halkla ilişkiler ajansı, kayıt memuru



EK II: AIM'ye giriş – Zaman çizelgesi



9. Taahhüt mektupları

9.1. Bankalar ve muhasebeciler ile müzakereler

Değerleme çalışması ve kayıt dokümanların hazırlanması

10. Dokümanter çalışma

10.1. Hedeflenmiş yaklaşım, ana ticari sürücülere dayanmaktadır

10.2. Resmi teftiş için dokümanların hazırlanması

10.3. İçermesi gereken diğer alanlar:

(a) Güncel ürünler/güncel piyasalar
(b) Yeni ürünler/piyasalar
(c) Ana rakipler
(d) Fikri mülkiyet
(e) Gayrimenkul
(f) Çevre
(g) Dava takibi
(h) Satışlar
(i) Binalar ve müştemilatlar
(j) Pazarlama
(k) Müşteriler
(l) Ana sözleşmeler
(m) Sermaye harcaması
(n) Yönetim
(o) Çalışanlar
(p) Şirket yapısı ve hisselere bölünmüş sermaye

11. Yerel hukuk müşaviri

11.1. İşlemlerin değerleme çalışması yapılması amacıyla yerel hukuk müşaviri atanması

12. Kayıt dokümanın tasarlanması

12.1. Yönetim görüşmeleri (CFO, CEO, v.b.)

12.2. Toplantılara hazırlanmak amacıyla yönetime gönderilen soru formu

12.3. Yönetim toplantılarında aşağıdaki konular görüşülmektedir:

(a) Finansal performans
(b) Ticari faaliyet ve strateji planları
(c) Risk faktörü
(d) Kazancın kullanımı
(e) Hukuki ve uygulanabilen düzenleyici muvafakat

13. Araştırmanın yayımlanması

Lansman

14. Basın bildirisi

15. Ön kayıt dokümanının yayımlanması

Revü ve ön talep toplama

16. Yatırımcılara yapılacak sunumların yönetilmesi

17. Ön talep toplama

Fiyatlandırma

18. Hisse senetlerin fiyatlandırılması ve satış garantisi sözleşmesinin imzalanması

19. Kayıt dokümanının son halinin yayımlanması

20. Fiyatlandırma duyurusu

Yerleşme (fiyatlandırmadan üç gün sonra)

21. Hisse senetlerin alım satımına izin verilmesi

İstikrar sağlama

İstikrar yöneticisi kapanışın ardından hisse senedi fiyatının 30 gün boyunca istikrarını sağlamaktadır.



Isı yalıtımında % 50 fark eden, çift izolasyon sistemini icat eden ve kullanan ilk firma

Mustafa Bozkurt
Bozgün Konteyner Ltd. Şti. Yönetim Kurulu Başkanı

Ağır konteyner üretiminde Güneydoğu Anadolu Bölgesi'nin önde gelen firmalarından olan Bozgün Konteyner; 1995 yılında, Konteyner, baraka, karavan imalatı ve tamir işleri yaparak başladığı konteyner üretimine, 2004 yılında kurumsallaşmaya giderek yön verdi. Adıyaman Küçük Sanayi Sitesinde olan yerinin imalat için yetersiz olmasından dolayı 2011 yılında Adıyaman Organize Sanayi Bölgesinde 7 bin 500 metrekare alandan oluşan yeni yerinde hizmet vermeye devam ediyor.

Bozgün Konteyner Ltd. Şti. Yönetim Kurulu Başkanı; Mustafa Bozkurt, Adıyaman merkezli olan şirketimiz, başta Güneydoğu Anadolu Bölgesi olmakla beraber Türkiye geneli ve yurtdışına hitap ediyor. Kendimizi her geçen gün geliştirerek, üretim kapasitemizi artırdık Türkiye'deki başarılarımızı yaptığımız ihracatlarla yurt dışına taşıdık.

ISO kalite yönetimi TS EN ISO 9001:2000 sertifikasına sahip olan şirketimiz ısı yalıtımında % 50 fark eden çift izolasyon sistemini icat eden ve kullanan ilk ve tek firma.

Tekerlekli Karavan, Yatakhane Karavanı, Güvenlik Kulübesi, Prefabrik Yapı, Yatakhane Konteyner, Ofis Konteyner, Salon Konteyner, Su Arıtma Karavanı, Gazino Karavanı, Jeneratör Kabini, Yemekhane ve Mutfak Konteyner, Çamur Tankı, Soyunma Konteynerleri, Çamaşırhane Konteyner, Tıbbi Konteynerler imalatı yapımında bölgedeki en kapsamlı firmayız hizmetlerimiz sadece imalat satış ve montajla bitmiyor ekibimiz ve çalışma arkadaşlarımız teslimat sonrası bakım ve servis hizmetleri sunarak ürettiğimiz ürünlerin arkasında duruyorlar. Servis sonrası teknik destek bizler için imalat kadar önemli.

Güneydoğu Anadolu Bölgesi'nde özellikle ağır konteyner üretiminde firma olarak iddialıyız. Kendimizi bu konuda sürekli geliştiriyoruz. Aylık ortalama 100 adet konteyner üretim kapasitesine sahibiz Müşteri portföyümüzü her geçen gün artırarak hizmet vermeye devam ediyoruz. Tercih ediliyor olmamızın en büyük nedenlerinden biri müşteri odaklı çalışıyor olmamız müşterilerimizin taleplerine göre konteynerler, prefabrik evler, iş yerleri üretiyoruz.

Türkiye Petrolleri Genel Müdürlüğü, Türkiye Petrolleri Adıyaman, Batman ve Trakya Bölge Müdürlükleri,TPIC Başkanlığı, Toprak Mahsulleri Ofisi,AFAD, Orman Çevre Müdürlüğü, gibi birçok önemli kurum ve şirket ile çalışmakta olan firmamız, Türkiye ve dünyanın çeşitli ülkelerinde bulunan kuruluşları, Viking International,Transatlantic Petroleum,Perenco Oil,HKN Energy gibi pek çok resmi ,özel kurum ve şirketleri yaptığımız işler ile kendimize referans edindik.

Ülkemiz için büyük bir doğal afet olan Van depreminde evsiz kalan bir çok vatandaşımız oldu. Van halkının barınma sorununun kısmi olarak giderilebilmesi için İl Afet Müdürlüğü tarafından bizden talep edilen 100 Adet konteyner Van'daki ailelere teslim edildi. Konteynerler depremzedelerin ihtiyaçlarına göre dizayn edildi. Depremzedeler için her şeyi düşündük. İçinde iki oda var. Depremzedelerin isteklerine cevap verecek şekilde. Bizim konteynerlerin özelliği, çift izolasyon olması ve üzerinin oval olması. İç kısmı ise düz. Bu özelliklerle üretilen konteynerler dünya standartlarının üzerindeki yapıtlardır.

Dr. Eralp Polat

İMKB Uluslararası İlişkiler Müdürü

İslam İşbirliği Teşkilatı (İİT) Üye Ülke Borsaları Forumu



Halihazırda 45 borsa, 9 takas, saklama ve kayıt kuruluşu ve İslami finans alanında faaliyet gösteren 9 adet diğer kuruluşun üyesi bulunduğu İslam İşbirliği Teşkilatı (İİT) Üye Ülke Borsaları Forumu'nun (Forum) koordinatörlüğünü kuruluşundan bu yana İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) yürütmektedir. Forum'un temeli 23-27 Kasım 2004 tarihleri arasında İstanbul'da düzenlenen 20. İİT Ekonomik ve Ticari İşbirliği Daimi Komitesi (İSEDAK) toplantısında alınan "İİT üyesi ülke menkul kıymet borsaları arasındaki işbirliğinin artırılmasına yönelik İMKB önderliğinde bir toplantı düzenlenmesi" kararı ile atılmıştır. İSEDAK, İİT bünyesinde yer alan üç daimi komiteden biri olup, İİT tarafından ekonomik ve ticari işbirliği alanındaki kararların uygulanmasını izlemekte, üye ülkeler arasında ekonomik ve ticari işbirliğinin güçlendirilmesi ve kapasitelerin artırılması çalışmalarını yürütmektedir.

Söz konusu kararın ardından 28-29 Mart 2005 tarihlerinde İstanbul'da Forum'un ilk toplantısı İMKB'nin ev sahipliğinde "İİT Üyesi Ülke Borsaları İşbirliği Toplantısı" adı altında gerçekleştirilmiştir. Toplantıda İİT üyesi ülkelerin menkul kıymet borsaları arasında işbirliği yapılması konusunda görüşmeler yapılmış ve bu amaca yönelik "İslam İşbirliği Teşkilatı Üye Ülke Borsaları Forumu" adı altında bir forum oluşturularak, forumun bundan sonraki toplantılarının İMKB başkanlığında devam ettirilmesine ve biri İstanbul'da, diğeri başka bir katılımcı borsanın ev sahipliğinde olmak üzere yılda iki kez bir araya gelinmesine karar verilmiştir.

Forum'un temeli 23-27 Kasım 2004 tarihleri arasında İstanbul'da düzenlenen 20. İİT Ekonomik ve Ticari İşbirliği Daimi Komitesi (İSEDAK) toplantısında alınan "İİT üyesi ülke menkul kıymet borsaları arasındaki işbirliğinin artırılmasına yönelik İMKB önderliğinde bir toplantı düzenlenmesi" kararı ile atılmıştır.

Yıllık Forum toplantıları İMKB ev sahipliğinde yıllık İSEDAK toplantılarından önce gerçekleştirilmekte ve Forum toplantısında alınan kararlar İSEDAK'a sunulmaktadır.

Etkinlikler

Yıllık Forum toplantılarına gündem doğrultusunda, Forum Koordinatörü İMKB tarafından alanında uzman konuşmacılar davet edilerek Forum üyeleri özellikle İslami finans alanındaki gelişmelerden haberdar edilmektedir. Yine bu doğrultuda, 2010 ve 2011'de yıllık Forum toplantıları öncesinde Forum Koordinatörü İMKB ev sahipliğinde seminerler düzenlenmiştir. Söz konusu seminerlerden ilki 4. Forum toplantısı öncesinde, 1 Ekim 2010'da, İslami Finansal Hizmetler Kurulu (IFSB) ile İMKB tarafından ortaklaşa olarak düzenlenen, sadece Forum üyelerinin değil, İslami finans konusuna ilgi duyan diğer kişilerin de katılımcı olduğu "İslami Sermaye Piyasaları" konulu seminerdir. Seminer kapsamında yapılan panellere İslami finans alanında tecrübeli ülkelerden uzman konuşmacılar katılmıştır. 2011 yılındaki 5. toplantı öncesinde ise, 17 Eylül 2011'de, İMKB ev sahipliği ve organizasyonunda, "Sermaye Piyasaları Bağlantıları ve Teknoloji" konulu, Chicago Mercantile Exchange, Euroclear, NASDAQ OMX Helsinki, NYSE Euronext ve Sungard üst düzey yetkililerinin konuşmacı olarak katıldığı bir seminer düzenlenmiştir. Bahsi geçen seminer, borsalar, takas, saklama, kayıt kuruluşları, düzenleyici kuruluşlar ve teknoloji firmalarını bir araya getirmiş olup, yeni projelerin ve yeni işbirliklerinin ilk adımlarının atıldığı bir ortam yaratmıştır. Bu tür etkinlikler sayesinde, Forum toplantıları üyeler arasındaki işbirliğini geliştirmekle kalmayıp, aynı zamanda üyelerin İslami finans dünyasındaki son gelişmeleri ve trendleri takip edebileceği bir platform haline de gelmiştir.

Çalışma Komitesi ve Çalışma Grupları

Yine 2005 yılındaki toplantıda, biri Teknik Çalışma Komitesi, diğeri ise Bilgi Teknolojileri Komitesi olmak üzere iki ayrı çalışma grubu oluşturulmuştur. Teknik Çalışma Komitesi; endeks oluşturulması, İslam ülkeleri için geliştirilen depo sertifikaları, karşılıklı kotasyon, diğer İslam ülkeleri borsaları ve sermaye piyasaları kuruluşlarıyla ilişkiler kurulması, borsa personellerinin karşılıklı ziyaretleri ve eğitimi, borsalarla ilgili araştırmalar yapılması ve diğer işbirliği alanlarının araştırılmasına yönelik çalışmalarda bulunmak üzere görevlendirilmiştir. Bilgi Teknolojileri Komitesi ise katılımcı borsaların teknolojik seviyelerinin tespiti ve bir veri merkezi oluşturulması konularında çalışmalarda bulunmak üzere görevlendirilmiştir.

İslam İşbirliği Teşkilatı (İİT) Üye Ülke Borsaları Forumu nedir?

Temeli, 23-27 Kasım 2004 tarihleri arasında İstanbul'da düzenlenen 20. İİT Ekonomik ve Ticari İşbirliği Daimi Komitesi (İSEDAK) toplantısında alınan "İİT üyesi ülke menkul kıymet borsaları arasındaki işbirliğinin artırılmasına yönelik İMKB önderliğinde bir toplantı düzenlenmesi" kararı ile atılmış bir forumdur. İslam ülkelerinden 45 borsa, 9 takas, saklama ve kayıt kuruluşu ve 9 İslami finans kuruluşu üyesi bulunmaktadır. Kurumun koordinatörlüğünü, kuruluşundan bu yana İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) yürütmektedir.

2008 yılında İMKB ev sahipliğinde yapılan ikinci toplantıda ise, Forum'a borsaların yanı sıra üye ülkelerin merkezi takas, saklama ve kayıt kuruluşlarının da dahil edilmesine karar verilmiştir. Ayrıca, İslami sermaye piyasalarında standart belirleyici kuruşlardan olan AAOIFI (Accounting and Auditing Organization of Islamic Financial Institutions), IFSB (Islamic Financial Sevices Board), IIFM'in (International Islamic Financial Market) Forum'a hem üye hem de danışman olarak dahil edilmesi kararlaştırılmıştır.

2008 yılında yapılan Forum toplantısında ayrıca, önceki toplantıda kurulmuş olan iki çalışma komitesi birleştirilerek bir Çalışma Komitesi oluşturulmuş ve bu komitenin başkanlığında üye ülkeler arasında ortak işlem platformu oluşturulması, ortak endeks oluşturulması, yatırımcılara alternatif sermaye piyasası araçları sunulması, takas ve saklama kuruluşları arasında işbirliğini güçlendirme ve üye ülke borsalarının ve İslami sermaye piyasalarının şeffaflığının artırılması hususlarında çalışmalar yapmak üzere dört adet çalışma grubu oluşturulmuştur:

Yıllık Forum toplantılarına gündem doğrultusunda, Forum Koordinatörü İMKB tarafından alanında uzman konuşmacılar davet edilerek Forum üyeleri özellikle İslami finans alanındaki gelişmelerden haberdar edilmektedir. Yine bu doğrultuda, 2010 ve 2011'de yıllık Forum toplantıları öncesinde Forum Koordinatörü İMKB ev sahipliğinde seminerler düzenlenmiştir.

Forum, kuruluşundan bugüne hangi adımları atmıştır?

2005 yılındaki toplantıda, biri Teknik Çalışma Komitesi, diğeri ise Bilgi Teknolojileri Komitesi olmak üzere iki ayrı çalışma grubu oluşturulmuş; Teknik Çalışma Komitesi, endeks oluşturulması, İslam ülkeleri için geliştirilen depo sertifikaları, karşılıklı kotasyon, diğer İslam ülkeleri borsaları ve sermaye piyasaları kuruluşlarıyla ilişkiler kurulması, borsa personellerinin karşılıklı ziyaretleri ve eğitimi, borsalarla ilgili araştırmalar yapılması ve diğer işbirliği alanlarının araştırılmasına yönelik çalışmalarda bulunmak üzere, Bilgi Teknolojileri Komitesi ise katılımcı borsaların teknolojik seviyelerinin tespiti ve bir veri merkezi oluşturulması konularında çalışmalarda bulunmak üzere görevlendirilmiştir.

2008 yılında İMKB ev sahipliğinde yapılan ikinci toplantıda ise, Forum'a borsaların yanı sıra üye ülkelerin merkezi takas, saklama ve kayıt kuruluşlarının da dahil edilmesine karar verilmiştir. Ayrıca, İslami sermaye piyasalarında standart belirleyici kuruşlardan olan AAOIFI ve IFSB'in Forum'a hem üye hem de danışman olarak dahil edilmiştir. Bununla birlikte yeni oluşturulan Çalışma Komitesi ile yeni çalışma grupları oluşturulmuştur.

- Endeksler ve Borsalarda İşlem Gören İslami Finansal Ürünler Çalışma Grubu (Task Force for Customized Indices and Exchange Traded Islamic Financial Products)

- Farkındalığı Artırma ve İslami Finansal Piyasalarla ilgili Yatırımcı Eğitimi Çalışma Grubu (Task Force for Promotion, Awareness and Investor Education)

- İİT Sermaye Piyasaları Arası İşlem Bağlantıları Kurma Çalışma Grubu (Task Force for OIC Capital Market Linkages)

- Takas/Saklama/Kayıt Hizmetleri Çalışma Grubu (Task Force for Post-Trade Institutions)

Koordinatörlüğünü İMKB'nin yürüttüğü "Endeksler ve Borsalarda İşlem Gören İslami Finansal Ürünler" çalışma grubu, yatırım yapılabilir ortak endeksler, bu endekslere dayalı borsa yatırım fonları, borsalarda işlem gören emtia sözleşmeleri ve İslami repo vb. finansal araçlar ile ilgili çalışmalar yapmıştır. Söz konusu çalışma grubunun son projesi ise Forum üyesi borsaların şirketlerinin yer alacağı ortak İslami Endeks (S&P OIC/COMCEC Index) projesidir. Bahsi geçen ortak endeksi, dünyanın önde gelen endeks sağlayıcı şirketlerinden olan S&P hesaplayacak ve endeksin yönetiminden sorumlu olacaktır. Ortak endeksin İİT üyesi ülkelerin sermaye piyasalarının görünürlüğünü ve tanınırlığını artırırken aynı zamanda endeks projesinde yer alan borsalar arası işbirliğini güçlendirmesi de beklenmektedir. Diğer taraftan, endeksin hayata geçişinin ardından endeks üzerine çıkarılacak borsa yatırım fonları (BYF'ler) gibi finansal enstrümanların endekste yer alan borsalarda işlem görmesi ile söz konusu borsalarda işlem hacminin artacağı öngörülmektedir. İşlem hacminin artışı iki koldan gerçekleşecektir: 1. BYF'lerin alım-satımından doğan işlem hacmi 2. BYF'lerin alım-satımının endekste yer alan şirket hisselerinin alım-satımını doğurması sayesinde oluşacak işlem hacmi. Bahsi geçen endeksin 2012'nin ilk yarısında hayata geçmesi planlanmaktadır.

"İİT Sermaye Piyasaları Arasında Elektronik Bağlantı" çalışma grubu ise ülkelerarası benzer piyasa bağlantıları örneklerini ve çalışmalarını incelemiş ve İİT sermaye piyasaları arasında bağlantı oluşturulması için izlenmesi gereken yöntemleri çalışma komitesi toplantılarında ve yıllık toplantı-

Borsa çalışma grubu hangi adımları atmıştır?

Koordinatörlüğünü İMKB'nin yürüttüğü "Endeksler ve Borsalarda İşlem Gören İslami Finansal Ürünler" çalışma grubu, yatırım yapılabilir ortak endeksler, bu endekslere dayalı borsa yatırım fonları, borsalarda işlem gören emtia sözleşmeleri ve İslami repo vb. finansal araçlar ile ilgili çalışmalar yapmıştır. Söz konusu çalışma grubunun son projesi ise Forum üyesi borsaların şirketlerinin yer alacağı ortak İslami Endeks (S&P OIC/COMCEC Index) projesidir. Bahsi geçen ortak endeksi, Dünya'nın önde gelen endeks sağlayıcı şirketlerinden olan S&P hesaplayacak ve endeksin yönetiminden sorumlu olacaktır. Endeksin 2012'nin ilk yarısında hayata geçmesi planlanmaktadır.

larda Forum üyeleriyle paylaşmıştır. Bu çalışma grubu 2011 yılındaki 5. Forum toplantısında alınan kararla, koordinatörlüğünü Takasbank'ın yürüttüğü "Takas, Saklama ve Kayıt Kuruluşları" çalışma grubu ile birlikte, gönüllü üyelerin katılımıyla bir proje grubuna dönüştürülmüştür. Söz konusu proje grubunda yer alan borsalar ve takas, saklama, kayıt kuruluşları şuan itibariyle proje grubunda yer alan piyasalar arasında bağlantı kurulması için fizibilite çalışmaları yapmaktadır.

"Farkındalığı Artırma ve İslami Finansal Piyasalarla ilgili Yatırımcı Eğitimi" çalışma grubu İslami finansa ilişkin farkındalığın ve İİT üyesi borsaların tanınırlığının artırılmasına ilişkin çalışmalar ve sunumlar yaparak Forum üyelerine sunmuştur. 2011 yılındaki 5. Forum toplantısında alınan kararla, bu çalışma grubu sona erdirilmiş ve farkındalığın artırılmasına ilişkin aktivitelerin halihazırda Forum Koordinatörü olarak görev yapan İMKB tarafından yürütülmesine karar verilmiştir.

Çalışma gruplarının faaliyet raporlarını Çalışma Komitesine sundukları ilk Çalışma Komitesi toplantısı 2009 yılının Mayıs ayında Tahran Borsası ev sahipliğinde Tahran'da gerçekleştirilmiştir. Tahran'daki toplantının ardından 2009 yılının Ekim ayında İstanbul'da 3. Forum toplantısı düzenlenmiştir. Forum'un üçüncü Çalışma Komitesi toplantısı 2010 yılının Nisan ayında Abu Dabi Borsası'nın ev sahipliğinde Abu Dabi'de gerçekleşmiş, 4. ve 5. Çalışma Komitesi toplantıları ise 2010 ve 2011 yıllarındaki yıllık Forum toplantıları sırasında yine İstanbul'da gerçekleştirilmiştir.

2009 yılının Ocak ayında, Forum Koordinatörlüğü görevini yürüten İMKB tarafından Forum web sitesi *www.oicexchanges.org* adresinde hayata geçirilmiştir. Forum ile ilgili tüm dokümanlar ve gerek Forum gerek üyelere ilişkin duyurular web sitesinde yayınlanmakta ve site üye borsalar için bir iletişim platformu olarak kullanılmaktadır. 2011 yılı sonunda ise İMKB tarafından söz konusu web sitesinin tasarımı yenilenmiş olup, sitenin ilerleyen dönemde Forum üyelerinin güncel konuları tartışabileceği, diğer borsalarla bilgi alış-verişinde bulunabileceği bir altyapının da oluşturulması ile daha interaktif bir yapıya kavuşturulması hedeflenmektedir.

İSEDAK Sermaye Piyasaları Düzenleyici Kuruluşlar Forumu

2009 ve 2010 yıllarında gerçekleştirilen İSEDAK toplantılarında, üye ülkelerin sermaye piyasalarını düzenleyen

Forumla ilgili haber ve bilgilere nereden ulaşabilirim?

2009 yılının Ocak ayında, Forum Koordinatörlüğü görevini yürüten İMKB tarafından Forum web sitesi *www.oicexchanges.org* adresinde hayata geçirilmiştir. Forum ile ilgili tüm dokümanlar ve gerek Forum gerek üyelere ilişkin duyurular web sitesinde yayınlanmakta ve site üye borsalar için bir iletişim platformu olarak kullanılmaktadır.

kuruluşlar arasında bir işbirliği mekanizmasının oluşturulması yönünde çağrıda bulunulmuş, 5-8 Ekim 2010 tarihinde gerçekleştirilen 26. İSEDAK toplantısında ise, üye ülkelerin sermaye piyasalarını düzenleyici kuruluşlarının katılacağı bir toplantının düzenlenmesi konusunda Sermaye Piyasası Kurulu'na (SPK) görev verilmiştir.

Bu kapsamda, İSEDAK üyelerine yönelik olarak "İSEDAK Sermaye Piyasaları Düzenleyici Kuruluşları Konferans ve Yuvarlak Masa Toplantısı" 16-17 Eylül 2011 tarihlerinde, İİT Üye Ülke Borsaları Forumu 5. Toplantısı ve "Sermaye Piyasaları Bağlantıları ve Teknoloji" seminerine paralel olarak İstanbul'da gerçekleştirilmiştir.

Söz konusu konferans ve toplantılarda ülkemiz ve üye ülke finansal piyasalarının genel görünümü, küresel finansal krizin gelişmekte olan finansal piyasalara etkisi, işbirliği yapılabilecek alanlar ve uygun işbirliği platformunun kurulması konuları ele alınmıştır. Ayrıca, toplantılar sonucunda, "İSEDAK Sermaye Piyasaları Düzenleyici Kuruluşlar Forumu"nun kurulması, SPK Başkanı A. Vedat Akgiray'ın Forum Başkanlığı'nı, Sermaye Piyasası Kurulu'nun ise Forum sekreteryasını yürütmesi hususu kararlaştırılmıştır. Bahsi geçen Forum kapsamında finansal piyasaların altyapısının güçlendirilmesi, finansal eğitim, İslami finans ve üye ülke sermaye piyasaları düzenleyici kuruluşlarının idari kapasitesinin güçlendirilmesi konularında işbirliği yapılacaktır. Diğer taraftan, İİT Üye Ülke Borsaları Forumu ve İSEDAK Sermaye Piyasaları Düzenleyici Kuruluşlar Forumu'nun yakın işbirliği içerisinde çalışması beklenmektedir.

İSEDAK Sermaye Piyasaları Düzenleyici Kuruluşlar Forumu toplantısının, İİT Üye Ülke Borsaları Forumu 6. Toplantısı ile eşzamanlı olarak Eylül-Ekim 2012 döneminde İstanbul'da gerçekleştirilmesi planlanmaktadır.

Emre Koçaker

SPK Uzmanı

KOBİ'lerin İMKB Gelişen İşletmeler Piyasası'ndan Yararlanma İmkânları ve İMKB Serbest İşlem Platformu Üzerine



Halka arzları artırmak suretiyle şirketlerin sermaye piyasasının sunduğu imkânlardan yararlanmasına katkıda bulunmak üzere Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB), Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği (TOBB) ve Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB) arasında 07.08.2008 tarihinde bir işbirliği protokolü imzalanarak halka arz seferberliği başlatılmıştır. Bu kapsamda, söz konusu protokolün tarafları ile şirketlerin halka arzlarının kolaylaştırılması ve halka arz sürecinin kısaltılması için çalışmalar yürütülmektedir.

2011 sonu itibariyle SPK kaydı altında, 365'i İMKB'de işlem gören, toplam 628 anonim ortaklık bulunmaktadır. 2011 yılında 86 şirkete ait toplam piyasa değeri 4,3 milyar TL olan hisse senetleri SPK kaydına alınmıştır. Bununla birlikte SPK ve İMKB tarafından Borsa'da şu anda 365 olan halka açık şirket sayısının 2023 yılına kadar 1000'in üzerine çıkarılması hedeflenmektedir. Mevcut durum itibariyle böyle bir potansiyelin ülkemizde var olduğu açıktır ancak halka arz sürecinin kısaltılması ve kolaylaştırılmasının halka arzların artması için tek koşul olmayacağının belirtilmesi gerekmektedir. Bu yüzden, gerek SPK'ya, gerekse İMKB ve diğer ilgili

2011 sonu itibariyle SPK kaydı altında, 365'i İMKB'de işlem gören, toplam 628 anonim ortaklık bulunmaktadır. 2011 yılında 86 şirkete ait toplam piyasa değeri 4,3 milyar TL olan hisse senetleri SPK kaydına alınmıştır. Bununla birlikte SPK ve İMKB tarafından Borsa'da şu anda 365 olan halka açık şirket sayısının 2023 yılına kadar 1000'in üzerine çıkarılması hedeflenmektedir. Mevcut durum itibariyle böyle bir potansiyelin ülkemizde var olduğu açıktır ancak halka arz sürecinin kısaltması ve kolaylaştırılmasının halka arzların artması için tek koşul olmayacağının belirtilmesi gerekmektedir.

kuruluşlara, halka arzın ve halka arzın faydalarının anlatılması konusunda görevler düşmektedir. Bununla birlikte, sermaye piyasaları yoluyla finansman temini konusunda şirketlerin de bilinçlenmeleri beklenmektedir.

Anonim ortaklık türündeki KOBİ'ler, menkul kıymet ihraç etmek suretiyle sermaye piyasasından fon sağlayabilirler. Şirketler makro ekonomik koşulların da etkisiyle genel olarak, sermaye piyasasından ortaklık hakkı sağlayan hisse senedi ihracı yoluyla finansman sağlamayı tercih etmektedirler. Ancak sermaye piyasası mevzuatında farklı nitelikteki sermaye piyasası araçlarının ihracı suretiyle finansman sağlamaya imkân veren düzenlemeler mevcuttur. Hisse senedi dışında ihraç edilebilecek sermaye piyasası araçları ise; tahvil, finansman bonosu, hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil, kira sertifikası, varlığa dayalı veya varlık teminatlı menkul kıymetler, katılma intifa senetleri, kâr ve zarar ortaklığı belgesi ve şartları SPK'ca belirlenen diğer borçlanma araçları olarak sıralanabilir.

KOBİ'lerin yararlanabileceği en önemli sermaye piyasası araçlarından bir tanesi de Oydan Yoksun Hisse Senetleri'dir (OYHS). KOBİ'lerin halka arz yoluyla hisse senedi ihracında en çok tereddüt ettikleri hususların başında şirket yönetiminin el değiştirmesi gelmektedir. Bugün ülkemizde şirket el değiştirmelerini düzenleyen bir düzenleme mevcut olmadığından, KOBİ'ler için en uygun araçlardan biri de OYHS'dir. Ancak bu araç, yeteri kadar hem KOBİ'ler hem de yatırımcılar tarafından tanınmadığından gerekli ilgiyi görmemiştir.

İMKB Gelişen İşletmeler Piyasası'ndan KOBİ'lerimiz Nasıl Yararlanabilirler?

Gelişme ve büyüme potansiyeline sahip şirketlerin, sermaye piyasalarından fon sağlamak amacıyla ihraç edecekleri menkul kıymetlerin işlem görebileceği şeffaf ve düzenli bir ortam oluşturmak amacıyla, İMKB bünyesinde Gelişen İşletmeler Piyasası (GİP) kurulmuştur. Şirketlerin GİP vasıtasıyla sermaye piyasasından fon teminini kolaylaştırmak ve halka açılmayı teşvik etmek üzere birçok alanda muafiyetler sağlanmış, ücret indirimleri ve yükümlülük azaltmaları yapılmış, teşvikler sunulmuştur. GİP, şirketlere öncelikle organize, şeffaf, düzenli çalışan, güvenilir bir piyasa üzerinden sermaye elde etme imkânı sunmaktadır. Borsa'da işlem gören şirketlerin kendilerine ait mali ve diğer bilgileri düzenli olarak kamuya duyuruyor olmaları ve bağımsız denetime tabi olmaları, borç veren kurumların bu şirketlere daha kolay veya hızlı finansman sağlamasına imkân verir. Halka açılma sonrası başarılı bir borsa performansı sergileyen şirketlerin, ileride ikincil arzlar yoluyla tekrar sermaye sağlamaları da göreceli olarak daha kolay olmaktadır.

GİP'te sadece anonim şirket statüsünde olan şirketler işlem görebilecek olup, bu şirketlerin paylarının GİP Listesi'ne kabulü için kârlılık, faaliyet süresi, sermaye veya piyasa değeri büyüklüğü gibi herhangi bir sayısal koşul aranmamaktadır. Yetkili bir piyasa danışmanı ile birlikte hazırlık sürecini tamamlayan ve piyasa danışmanı tarafından hakkında olumlu rapor hazırlanmış şirket, GİP listesine kabulü için İMKB'ye başvurabilir.

GİP'te sadece anonim şirket statüsünde olan şirketler işlem görebilecek olup, bu şirketlerin paylarının GİP Listesi'ne kabulü için kârlılık, faaliyet süresi, sermaye veya piyasa değeri büyüklüğü gibi herhangi bir sayısal koşul aranmamaktadır. Yetkili bir piyasa danışmanı ile birlikte hazırlık sürecini tamamlayan ve piyasa danışmanı tarafından hakkında olumlu rapor hazırlanmış şirket, GİP listesine kabulü için İMKB'ye başvurabilir.

GİP, gelişme ve büyüme potansiyeline sahip şirketlere, finansman kaynağı ve likidite sağlamaktan, kurumsallaşmalarına katkıda bulunmaya kadar birçok alanda önemli avantajlar sağlamaktadır. Bu avantajları ise şu şekilde özetleyebiliriz.

- Uygun Finansman Kaynağı Temini

GİP, şirketlere öncelikle organize, şeffaf, düzenli çalışan, güvenilir bir piyasa üzerinden sermaye elde etme imkânı sunmaktadır. Diğer bir finans kaynağı olan borçlanma yöntemine göre sermaye, şirketin nakit akışını zorlayacak anapara ve faiz benzeri geri ödeme zorunlulukları olmayan bir kaynaktır. Bir şirketin borçluluk oranı arttıkça daha fazla borç kaynak bulma kapasitesi azalırken, sermaye oranı artan şirketin borçlanabilme kapasitesi de artar, finansman bulması hem kolaylaşır hem de ucuzlar. Bu nedenlerle, borç/sermaye (kaldıraç) oranı düşen şirketlerin mali yapılarının güçlendiği, olası finansal zorluklar veya krizlere karşı daha dayanıklı hale geldiği varsayılır. Ayrıca, İMKB'de işlem gören şirketlerin kendilerine ait mali ve diğer bilgileri düzenli olarak kamuya duyuruyor olmaları ve bağımsız denetime tabi olmaları, borç veren kurumların bu şirketlere daha kolay veya hızlı finansman sağlamasına imkân verir.



GİP şirketlerine maliyet avantajı sağlamak için SPK, İMKB ve MKK aldıkları ücretleri diğer İMKB pazarlarında işlem gören paylara göre 1/10 seviyelerine indirmişlerdir. Ayrıca hisse senetleri piyasası pazarlarında işlem gören şirketler, İMKB tarafından tüm sermaye tutarları üzerinden ücretlendirilirken, İMKB, GİP ücreti, sadece şirketin GİP Listesi'nde bulunan pay tutarı üzerinden alınır. GİP, şirketlere sermaye piyasalarına erişim ve sürdürme maliyetleri açısından da en avantajlı yapıyı sunmaktadır.

- Fiyat Oluşumu ve Likidite Sağlama

GİP, şirket paylarına şeffaf ve güvenilir bir platformda alım-satım imkânı yaratarak fiyat oluşumunu sağlar ve onlara likidite kazandırır. Bu sayede şirket ortakları, İMKB'de işlem gören payları kredi işlemlerinde teminat olarak da kullanabilmekte, atıl duran bu varlığı finansman yaratma aracına dönüştürebilmektedirler. Piyasada şirketin pay fiyatının oluşması, birleşme, satın alma veya ikincil arz işlemlerinde şirket değerinin tespitine bir referans yaratmaktadır.

- Çıkış Alternatifi Sunma

İleride sahip oldukları payları satıp, çıkma hedefiyle özellikle kuruluş aşamalarında şirketlere yatırım yapan girişim sermayesi ve benzeri yatırımcılar için, GİP fiyat oluşumu sağlayarak değer tespitine referans oluşturur. Her ne kadar GİP'te sadece GİP Listesi'nde bulunan paylar işlem görebilse de ortakların GİP Listesi'nde bulunmayan paylarını üçüncü kişilere Borsa dışında satabilmeleri de mümkündür. Diğer yandan, şirketin zaman içerisinde hisse senetleri piyasası pazarlarından birine transfer olmasıyla, tüm paylarının İMKB'de işlem görebilir hale gelmesi ve bu şekilde isteyen ortakların paylarını satarak çıkış yapabilmeleri de mümkündür.

- Tanınırlık ve Kredibilite Sağlama

GİP'te işlem görme, şirketin medya haber ve analizlerine konu olmasını, aracı kuruluşlarca hakkında yatırım raporları yazılmasını da birlikte getirir. Borsanın şeffaflık ilkesi ve kamuyu aydınlatma işlevi çerçevesinde GİP şirketleri hakkındaki birçok bilgi borsa bültenleri, veri yayın kuruluşları, medya kuruluşları ve Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) vasıtasıyla yurtiçi ve yurtdışı yatırımcılara ulaştırılır. Şirketin mali ve diğer önemli verileri yatırımcılar yanında kreditörleri, tedarikçileri ve iş ortaklarınca da takip edilebilir. Şirket hakkında güvenilir, düzenli ve sürekli bilginin var olması gerek finans piyasasında gerek kendi faaliyet sektöründe şirketin tanınırlığını artırır. Bu bilgi, şirkete finansman temininde, ürün ve hizmetlerinin pazarlanıp satılmasında, nitelikli insan kaynağının temininde ve iş ortaklıkları kurulmasında yarar sağlar.

- Kurumsallaşma

GİP'te işlem gören şirketler, sermaye piyasası disiplini içerisinde mali ve diğer önemli bilgilerini kamuya duyurarak, düzenli ve zamanında raporlamalar yaparak, yatırımcıların ve ortaklarının ilgisine ve gözetimine maruz kalarak, daha hızlı bir şekilde kurumsallaşabilmektedirler. Şirket yapısının kurumsallaşması, şirketin organizasyonunun güçlenmesi, başarısının ve sürekliliğinin kurucu ortak grubundan veya kurucu aileden bağımsızlaşmasına önemli katkılar yapabilmektedir.

GİP vasıtasıyla, sermaye piyasasından fon teminini kolaylaştırmak ve halka açılmalarını teşvik etmek üzere şirketlere birçok alanda muafiyetler sağlanmış, ücret indirimleri ve teşvikler sunulmuştur. GİP'te işlem görecek şirketler için sağlanan teşvikler ve halka arzı kolaylaştırıcı düzenlemeler şunlardır:

- Borsa'da İşlem Görebilme Şartları

Şirket paylarının GİP Listesi'ne kabulü için kârlılık, faaliyet süresi, sermaye veya piyasa değeri büyüklüğü gibi herhangi bir sayısal koşul aranmamaktadır. GİP vasıtasıyla şirketler çok daha kolay bir şekilde sermaye piyasalarına erişebilmektedir.

- Ücretler

GİP şirketlerine maliyet avantajı sağlamak için SPK, İMKB ve MKK aldıkları ücretleri diğer İMKB pazarlarında işlem gören paylara göre 1/10 seviyelerine indirmişlerdir. Ayrıca hisse senetleri piyasası pazarlarında işlem gören şirketler, İMKB tarafından tüm sermaye tutarları üzerinden ücretlendirilirken, İMKB, GİP ücreti, sadece şirketin GİP Listesi'nde bulunan pay tutarı üzerinden alınır. GİP, şirketlere sermaye piyasalarına erişim ve sürdürme maliyetleri açısından da en avantajlı yapıyı sunmaktadır.

- Satış Yöntemleri

Şirket paylarının hisse senetleri piyasasında işlem görebilmesi için halka arz yoluyla satılmaları, gerek SPK mevzuatı, gerekse de İMKB kabul şartları nedeniyle zorunludur. İMKB kot içi pazarlarda işlem görmek üzere yapılacak olan halka arzlarda payların en az 250 yatırımcıya satılmış olması şartını da aramaktadır. GİP Listesi'ne ise halka arz edilmiş payların yanında tahsisli satılarak ihraç edilen paylar da kabul edilmektedir ve belirli sayıda yatırımcıya satılma kriteri de bulunmamaktadır. GİP, şirketlere sermaye piyasalarından faydalanabilmek için daha düşük maliyetli alternatif satış yöntemleri sağlamaktadır.

- İzahname Düzenleme Zorunluluğu

Halka arzlarda izahname ve sirküler düzenlemek zorunludur, ancak GİP'te sermaye artırımı ile ihraç edilen payların tahsisli satışı da mümkündür. SPK mevzuatı gereği tahsisli satışlarda izahname ve sirküler düzenleme zorunluluğu bulunmadığından, GİP'te gerçekleşecek tahsisli satışlarda izahname ve sirküler düzenleme zorunluluğu ortadan kalkmaktadır. Ayrıca GİP şirketleri için belirlenen izahname standardı da, diğer şirketler için belirlenenlere göre oldukça sade ve hazırlanması kolaydır.

- Bağımsız Denetim Şartı

GİP dışındaki halka arzlarda SPK ve İMKB, geçmiş 3 yıla ait yıllık finansal raporlarına ilişkin bağımsız denetim raporları ile halka arz tarihine göre 6 veya 9 aylık ara dönem finansal raporlara ait özel bağımsız denetim raporlarını aramaktadır. GİP'te işlem görmek üzere başvuru yapan şirketlerden ise sadece yılsonu ve ihraç tarihi itibarıyla yılın dokuzuncu ayı geçmişse altı aylık ara dönem bağımsız denetim raporları istenmektedir. Ayrıca GİP dışında borsada işlem gören şirketlerin yıllık finansal raporlarının yanında, altı aylık ara dönem finansal raporlarını da bağımsız denetimden geçirmeleri zorunludur. GİP'te işlem gören şirketler ise sadece yıl sonu finansal tablolarını bağımsız denetimden geçirmekle sorumludur.

Diğer taraftan, SPK, KOSGEB, İMKB ve TSPAKB arasında 04.02.2011 tarihinde imzalanan işbirliği protokolü kapsamında, İMKB Gelişen İşletmeler Piyasası'nda işlem görmek üzere, sermaye piyasası araçlarını halka arz edecek KOBİ'lerin, halka arza ilişkin maliyetlerin finansmanı için KOSGEB tarafından "GİP-KOBİ Destek Programı" oluşturulmuştur. Program kapsamında sağlanan desteğin toplam üst limiti 100.000 (yüz bin) TL olup, söz konusu maliyetler KOSGEB tarafından geri ödemesiz destek olarak karşılanacaktır. Destek unsurlarının üst limit ve oranları ise aşağıda tablo halinde verilmiştir.

Bu bağlamda, GİP-KOBİ Destek Programı'nın, İMKB'de işlem gören şirket sayısını artırmak adına atılmış önemli bir adım olduğu anlaşılmaktadır.

Destek Unsurları	Destek Ödemesi Üst Limiti (TL)	Oranı (%)
Piyasa danışmanı danışmanlık hizmet bedeli (azami 2 yıl)	60.000	75
Bağımsız denetim hizmeti bedeli	20.000	75
SPK kurul kaydına alma ücreti	10.000	100
İMKB gelişen işletmeler piyasası listesine kabul ücreti		
Merkezi kayıt kuruluşu masrafı		
Aracı kuruluşa ödenecek aracılık komisyonu	10.000	75

İMKB Serbest İşlem Platformu'nun Getirdikleri

Hisse senetleri İMKB'de işlem görmeyen halka açık anonim ortaklıkların finansal yapıları ve halka açıklık yapılarının incelenmesi ve değerlendirilmesi sonucunda, toplam 55 şirketin hisselerinin İMKB tarafından belirlenecek pazar veya platformda işlem görmesine karar verilmiş olup, 'Serbest İşlem Platformu İşleyiş Usul ve Esasları'na ilişkin 386 sayılı İMKB Genelgesi 30.12.2011 tarihinde yayımlanmış, Seri: IV, No: 58 sayılı 'Payları Serbest İşlem Platformunda İşlem Görecek Halka Açık Anonim Ortaklıklara İlişkin Esaslar Tebliği' de 11.02.2012 tarih ve 28201 sayılı *Resmi Gazete*'de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir.

Bu düzenleme ile esasen, halka açık anonim ortaklık statüsünde olması nedeniyle Kurulumuz kaydında olup da payları borsada işlem görmeyen şirket ortaklarının paylarını organize bir piyasada satma imkânı sağlanmaktadır. Anılan şirketlerin borsada işlem görmeye başlamasıyla şirketler esasen sadece kamuyu aydınlatma ve şeffaflık alanlarında ek hükümlere tabi olacak, bunun karşılığında ise başta şirket değerinin borsada belirlenmesi olmak üzere birçok yeni avantajlara sahip olacaklardır. Sözkonusu şirket ortakları ise sahip oldukları hisse senetlerini ikincil piyasada istedikleri zaman satma imkânını elde edeceklerdir. Ayrıca, kaydîleştirme süreci ile birlikte borsaya da yeni yatırımcılar kazandırılmış olacaktır.

İMKB bünyesinde oluşturulan Serbest İşlem Platformu'nda (SİP) işlem görecek şirketler, tebliğde belirtilen yükümlülük ve muafiyetlere tabi olacak, tebliğde yer almayan yükümlülük ve muafiyetler için ise payları GİP'te işlem gören ortaklıklar için geçerli olan hükümler kıyasen uygulanacaktır.

SİP'te işlem görecek halka açık anonim ortaklıklar, Kurul tarafından onaylanmış Duyuru Formunu Kurul onayını takip eden 10 iş günü içinde KAP'ta ve ortaklık merkezinin bulunduğu yerde yayımlanan en yüksek tirajlı iki gazeteden birinde yayınlayacaktır.

SİP'te, hesap döneminin bitimini izleyen ilk 9 ay içinde işlem görmeye başlanması durumunda; son 2 yıla ait finansal tablolar ile bunlara ait bağımsız denetim raporları, hesap döneminin bitimini izleyen 9 aydan sonraki bir dönemde başlanması durumunda ise son 2 yıla ait finansal tablolar ile bunlara ait bağımsız denetim raporları ve bağımsız denetimden geçmemiş son 6 aylık ara dönem finansal tablolar, duyuru formu ile birlikte ilan edilecektir.

SİP'te işlem görecek halka açık anonim ortaklık paylarının, borsada satışa konu olması durumunda, ilave SPK kayıt ücreti alınmayacaktır. Diğer yandan, SİP'te işlem gören halka açık anonim ortaklıklara çeşitli muafiyetler sağlanmış olup, SİP'te işlem gören halka açık anonim ortaklıklar, SPK'nın Seri: IV, No: 56 sayılı 'Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ'i *hükümlerinden*, Kurulumuzun Seri: IV, No: 41 sayılı 'Sermaye Piyasası Kanunu'na Tabi Olan Anonim Ortaklıkların Uyacakları Esaslar Hakkında Tebliğ'in 7'nci maddesinde hükme bağlanan pay sahipleri ile ilişkiler birimi oluşturulması ve 8 inci maddesinde belirtilen personelin görevlendirilmesi *yükümlülüklerinden*, 3 ve 9 aylık finansal tablo ile ara dönemler için faaliyet raporu düzenleme *yükümlülüklerinden*, 6 aylık ara dönem finansal tablolarının sınırlı bağımsız denetime tabi tutulması *yükümlülüğünden* muaf tutulacaktır. Ayrıca, SİP'te işlem gören halka açık anonim ortaklıkların finansal raporlarının, KAP'a gönderim süreleri için SPK'nın Seri: XI, No: 29 sayılı 'Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği'nde belirtilen sürelere 5 hafta ilave edilecektir.

Sonuç

Ülkemizde faaliyet gösteren KOBİ'lerin, borç-sermaye oranı diğer ülkelere göre çok yüksek olduğundan, KOBİ'lerin kaynak bulmada sermaye piyasalarından daha çok yararlanması önem taşımaktadır. Bu nedenle borsada işlem gören şirket sayısının artması çok önemli görülmektedir. Ülkemizin son dönemde yüksek enflasyon-yüksek faiz döngüsünden çıkması ve istikrarlı bir ekonomik yapıya kavuşması, ardından uluslararası sermaye sahiplerinin artan ilgisine maruz kalması, şirketleri, bankacılık dışında sermaye piyasamızın sunduğu geniş fırsatlara da dahil etmiştir. Bu bağlamda, önümüzdeki dönemde bireysel tasarrufların ülkemiz kalkınmasına fayda sağlayacak yatırımlara dönüşmesinde, sermaye piyasalarımızın önemli bir rol üstleneceği düşünülmektedir.

Ülkemizde faaliyet gösteren KOBİ'lerin, borç-sermaye oranı diğer ülkelere göre çok yüksek olduğundan, KOBİ'lerin kaynak bulmada sermaye piyasalarından daha çok yararlanması önem taşımaktadır. Bu nedenle borsada işlem gören şirket sayısının artması çok önemli görülmektedir.

Yard. Doç. Dr.
Ferhat Sayım

Yalova Üniversitesi,
Muhasebe Finansman
ABD Öğretim Üyesi

Risk Kavramı, Mevduat Bankaları ve Katılım Bankalarının Bilanço Risklerinin Karşılaştırılması



1.1. RİSK KAVRAMI

Risk kavramını çalışma konumuzdaki yeri ile ele almadan önce bu kavramın yaygın kullanımının nelerden kaynaklandığını ve kökenini ortaya koymamız faydalı olacaktır.

İnsanoğlu var olduğu günden bu yana sürekli olarak çeşitli risklerle karşı karşıyadır. Ve risk olgusu, yakın bir dönem kadar olumlu ve olumsuz olmak üzere iki anlama sahip olmuştur. "Bazı dönemlerde risk alma saygıdeğer bir girişim olarak görülmüştür." Fakat modernleşme süreçlerinin etkisiyle birlikte risk kavramı sadece olumsuz anlamda ele alınmaya başlamıştır. Son birkaç on yıldır ise risk kavramı olumsuzlama çerçevesinde, gerek medyada gerek gündelik yaşamda oldukça sık kullanılır olmuştur. Nihayetinde 21. yüzyıl toplumu tanımlamaları arasında "risk toplumu" kavramlaştırması da yer almıştır.[1]

Risk kavramı gerçekten, içinde bulunduğumuz sosyal çevrelerde de son derece yaygın olarak kullanılan bir kavram halini almıştır. Toplumun duyduğu her yeni olumsuzluğu kendi başlarına gelme korkusuyla risk kavramı ile özdeşleştirdiği gözlenebilmektedir. Bu gözlemlemenin çok olduğu çevrelerde poliçesi hazırlatılan sigorta türleri daha çok olsa gerek.

Bilgi toplumunda risk, büyük bir sektör halini almıştır. Şirket yönetimi danışmanları, sigortacılar, siyasi danışmanlar, sosyologlar, psikologlar ve benzerleri, "risk analizi", "risk

Risk kavramı gerçekten, içinde bulunduğumuz sosyal çevrelerde de son derece yaygın olarak kullanılan bir kavram halini almıştır. Toplumun duyduğu her yeni olumsuzluğu kendi başlarına gelme korkusuyla risk kavramı ile özdeşleştirdiği gözlenebilmektedir.

Risk ne manaya gelmektedir?

Risk; Portekizce "cesaret" demektir. Mekân bağımlı bir sözcüktür. 'Kader, tehlike, tehdit' kavramları riskten önce var olan ve geleneksel toplumlara özgü olan kavramlardır. Risk ise modern toplumun bir kavramıdır ve sadece olumsuz anlamda ele alınmaya başlamıştır. Geçmiş deneyimlerden sağlıklı, yönlendirilmiş bir gelecek planlama ile ilgilidir. Risk kavramı başka bir tanımla, bir tehlikenin gerçekleşme olasılığının toplumsal düzeyde niceliksel olarak ifade edilmesi olarak da ortaya konabilir. Günümüzde riski, istenmeyen durumu ifade eden ve tehlike olarak tanımlanan olayın gerçekleşme ihtimali olarak tanımlayabiliriz. Risk, daha çok ekonomide "gerçekleşen gelirler ile beklenen gelirler arasındaki fark sonucu zararın doğma olasılığı olarak da tanımlanmaktadır.

yönetimi" ve "risk iletişimi" gibi pek çok başlık altında öneri ve strateji kurguları geliştirmektedirler. Medyanın da konuya ilgisi giderek artmakta, içinde "risk", "kaos" gibi kelimeler geçen manşetler, haberler, makaleler, programlar sıkça yayınlanmaktadır.[2]

1.1.1. Kavram

Risk; Portekizce "cesaret" demektir. Mekân bağımlı bir sözcüktür. 'Kader, tehlike, tehdit' kavramları riskten önce var olan ve geleneksel toplumlara özgü olan kavramlardır. Risk ise modern toplumun bir kavramıdır. Geçmiş deneyimlerden sağlıklı, yönlendirilmiş bir gelecek var etme ile ilgilidir. Sürekli önünü daha fazla görme ve toplumsal paradigmalarla geleceği kurmadır. Bir başka kaynağa göre ise; 'Risk' sözcüğünün İngilizceye on yedinci yüzyıl içinde girdiği sanılmaktadır ve bir olasılığa göre, tehlikeye girmek ya da kayalıklara doğru gitmek anlamındaki bir denizcilik teriminden gelmektedir. Geleneksel kültürlerin bir risk kavramı yoktu, çünkü böyle bir şeye ihtiyaçları yoktu. Risk, gelecekteki olasılıklar düşünülerek etkin bir biçimde değerlendirilen tehlikeleri anlatır. Dolayısıyla, ancak geleceğe yönelmiş (geleceği kesinlikle fethedilebilecek ya da sömürgeleştirilecek bir bölge olarak gören) bir toplumda geniş bir kabul görecektir. Risk, modern sanayi uygarlığının gerçekten temel karakteristik özelliği olarak geçmişten kopmak için fiili uğraş veren bir toplumu varsayar.[3]

Toplumun riskli olarak öngördüğü haller genelde yaşantı ve tarih kaynaklı olarak öğrenilen durumlarla ilgili olmaktadır. Kendine, yeni risk alanlarını bulma ya da tahmin etmeyi görev ya da iş alanı edinen bazı kurum, şirket ve akademisyenler ise topluma henüz yaşamadıkları tehlikeli durumları da risk kavramı ile önemsetmeye çalışmaktadırlar. Bu yönüyle ince düşünüldüğünde, riskli alan tanımlamalarının yeni bir şey keşfetmekten ziyade var olan bir durumun toplum tarafından ortak bir anlayış şekliyle ve kaygıyla izlenmesini sağlamaya yönelik çabalar olduğu da söylenebilecektir.

Risk tanımlamasında, 'risk' ve 'tehlike' kavramları birbirine karıştırılabilmektedir. Risk terimi, belirli bir tehlikeyle bağlantılı olarak hasar, yaralanma, hastalanma, ölüm ve başka olumsuzlukların meydana gelme olasılığını ifade ederken tehlike ise genelde insanlara ve onların değer verdikleri varlıklara yönelik bir tehdit olarak tanımlanmaktadır.[4]

Tehdit olması muhtemel tehlike noktalarının tespiti ile gerek hizmet üretimi gerekse de mal üretimi alanında gerçekleşmesinden korkulan bu tehlikelerin önlenmesi için çeşitli kontrol sistemleri ve protokoller oluşturulmaktadır. Dolayısıyla tehlike kavramının içeriği üzerinde analiz yapılan alanın özelliklerine göre değişmektedir. Örneğin "Kritik Kontrol Noktalarında Tehlike Analiz Sistemi" adı verilen sistemde bahsedilen tehlike kavramı, insan tüketimi için güvenli olmayan bir gıdanın neden olabildiği, biyolojik, kimyasal ve fiziksel özellikler anlamındadır.[5] Risk kavramı başka bir tanımla, bir tehlikenin gerçekleşme olasılığının toplumsal düzeyde niceliksel olarak ifade edilmesi olarak da ortaya konabilir.[6]

1.1.2. Kullanım Altyapısı

Gerçekten de "risk" terimi günlük kullanımımızda daha çok tehlike olasılığı şeklinde kullanılmaktadır. Ancak bu olumsuz çağrışımına karşın, "istenilen bir neticeye ya da kazanca ulaşılması için risk almanın gerektiği"ni ifade eden toplumsal ve akademik öğreti düşünüldüğünde "risk" kavramı içinde "istenilen durum" ve "hedeflenen kazanç"ın da, olumlu netice olasılığı olarak yer aldığını fark ederiz. Özellikle riskli ekonomik faaliyetlerde çoğu zaman bir kişinin kazancı bir diğerinin kaybı anlamına gelmektedir. Dolayısıyla biri için olumlu beklenti olasılığı gerçekleşmişken diğeri için olumsuz beklenti yanı gerçekleşmiştir.

Risk tanımlamasında riski ikiye ayırmak mümkündür; "doğal olan risk" ve "imal edilmiş risk". Doğal olan yani doğal güçlerin etkisiyle meydana gelebilecek riskleri hesaplamak

mümkün iken ikinci kategoride yer alan imal edilmiş riskleri hesaplamak mümkün değildir. "Yaşadığımız modern toplum, doğadan ve gelenekten gelen dışsal tehlikeleri belli ölçülerde kontrol altına almıştır ama bilgilerimizin dünya üzerindeki etkisiyle kendi imal ettiğimiz riskler, çevresel sorunlar, silahlanma, nükleer tehlike ve oynak finans piyasaları gerçekten de bir anda büyük felaketlere yol açma olasılığını taşımaktadır." İşte risk toplumu olarak adlandırılan toplumsal yapıyı geçmiş dönemlerden ayıran en önemli özellik burada yatar. Geçmiş dönemlerde insanlık doğadan kaynaklanan tehlikelerle karşı karşıyaydı. İnsanoğlu tarih boyunca doğadan gelen bu tehditlerle mücadele etmiş ve çözüm bulmaya çalışmıştır. Bu mücadele günümüzde de devam etmektedir. Doğadan gelecek tehlikelerin neler olduğu bilindiği için ne gibi önlemler alınması gerektiği de bilinmektedir. Oysa insanlığın teknolojik gelişmelere bağlı olarak kendi ürettiği tehlikelerin neler olduğu henüz tam olarak bilinememektedir.[7]

Kanaatimize göre "doğal risk" olarak tanımlanan durumların tahmin edilebilirliği; toplum üyelerinin çoğunluğunun bu olayların yaşandığı süreçte benzer tepkiler verebilmesinden ve benzer değerlendirmeler yapabilmesinden kaynaklanmaktadır. Yani bir deprem olasılığına karşı toplumun büyük çoğunluğu aynı çerçeveden bakabilmekte ve ona göre önlemler peşinde koşabilmektedirler. Tabi tarihçiler başta olmak üzere bir kısmımızın olaylara farklı bakıp farklı değerlendirmeleri de mümkündür. Kanaatimizce "imal edilmiş" denilen risk türünde ise toplumun genelinde aynı bakış açısı olmamaktadır. Yani çoğunlukla, bir kısım topluluğun "kaybettik" psikolojisine mukabil, bir kısım toplulukta "kazandım" psikolojisi içine girmekte, bir kısmı ise bu iki psikolojinin arasında çeşitli varyansları yaşayabilmektedir. Bu durumda toplumun genelinde aynı bakış açısı olmamakta ve benzer tepkilerle, benzer önlemler alınamamaktadır. Bu tür imal edilmiş risk tanımları ne zamanki toplumun hâkim çoğunluğu için aynı sonuçları vermeye başlarsa o zaman, bir tür bilinçlenme açıklamasıyla, benzer tepkiler verilmeye başlanmaktadır.

1.1.3. Kullanım Alanı

"Bugünün şirket yönetimlerinde de artık risk kaçınılmaz bir olgu haline gelmiştir.

Küreselleşen dünyamızda artık sürprizler arasında geçen süre oldukça kısalmıştır. Dünyanın her yerinde her an siyasal, ekonomik, sosyolojik bir olay olmakta ve tüm ülkeleri bir anda etkisi altına alarak krizler yaratabilmektedir. Uluslararası arenada oynayan bir şirket yöneticisinin bütün bu sürprizlerin dışında kalması mümkün değildir. Önemli olan bu sürprizleri ve riskleri fırsata dönüştürebilmektir. Gözü kapalı risk alarak başarılı olmak, sadece kumarbazın aldığı riske eşdeğerdir. Sonunda kaybedersiniz.

Bugün matematik bilimi, kaos teorileri, oyun teorileri gibi karmaşık teorileri yönetim biliminin hizmetine sunmuştur. Skolastik ve ihtimal hesapları, pareto analizleri, swot analizleri risk yönetiminin ayrılmaz birer parçası olmuşlardır. Bilimi, içgüdü ve deneyimleri ile birleştirebilen yöneticiler başarılı olur.

En iyisi hiç risk almamaktır diyenler de vardır. Ancak bugünün dünyasında hiç risk almayan tutucu yönetimler sadece küçülürler. Büyümek için risk, ama hesaplanmış risk almak gereklidir".[8]

Yukarıdaki alıntıda da ifade edildiği ya da çağrıştırıldığı gibi çağımız, bilgiyi kullanma ve risk alma çağı olarak da algılanmaktadır. Buna göre risk alınacak ve daha fazla vakit kaybedilmeden kazanmaya çalışılacaktır. Risk almak, çoğumuzun zaman zaman çevremizde ve belki de kendi içimizde hissettiğimiz bir yaşantı ve yönetim şeklini alabilmektedir. Yönetim kelimesini özellikle kullanıyorum çünkü hemen herkesin az veya çok, kendisini sorumlu hissettiği bir yaşam alanı olmaktadır. Bu bazen çok büyük bir şirket, banka, bakkal, aile yaşantısı, kendi hayatı vb. şeklindedir.

Bireyler kendilerini sorumlu hissettikleri varlıklarını geliştirmek için çabalarken bazen kazanma dürtüsüyle bazen de işin akışıyla riskli gördükleri alanlarda faaliyet yürütmektedirler. Bir başka deyişle risk almaktadırlar. Tabii insan

Risk çeşitleri hakkında bilgi verir misiniz?

Riski ikiye ayırmak mümkündür; "doğal olan risk" ve "imal edilmiş risk". Doğal olan yani doğal güçlerin etkisiyle meydana gelebilecek riskleri hesaplamak mümkün iken, ikinci kategoride yer alan imal edilmiş riskleri hesaplamak ise mümkün değildir. Şirket yönetiminde karşılaşılabileceğimiz risk türleri şunlardı;

***1) Finansal Riskler:* Döviz kurlarının değişiminden dolayı ortaya çıkabilecek kâr veya zarar, kur riski; faizlerin değişimi, faiz riski; ödemeler için gerekli nakdin zamanında bulunamaması, likidite riski; fiyatların değişiminden kaynaklanan kar ve zarar, fiyat riski; karşı tarafın taahhüdünü yerine getirmemesi, kredi riski olarak tanımlanmaktadır.**

***2) Pazar Riski:* Hedef pazarda olabilecek ani değişikliklerle yapılan yatırımların boşa çıkmasını ya da pazarın kaybedilmesini pazar riski olarak tanımlayabiliriz.**

***3) Teknoloji Riski:* Gelişen ve değişen teknolojinin süregelen talepleri değiştirmesi ya da beklenen talebin önünü kesmesini, mal ve hizmet üreten kurumlar için Teknoloji Riski olarak tanımlayabiliriz.**

***4) İnsan Faktörüne Bağlı Risk:* Çalışan faktörünün mal ve hizmet üreten kurumlarda beklenen sonucu olumsuz yönde etkileme tehlikesi olarak tanımlayabiliriz.**

topluluklarının oluşturmuş olduğu devlet, şirket, kurum ve kuruluşlar da kendi faaliyet alanlarında risk almaktadırlar. Alıntıda da ifade edildiği gibi küreselleşen dünyamızda artık sürprizler arasında geçen süre oldukça kısa olmakta ve dünyanın her yerinde her an siyasal, ekonomik, sosyolojik bir olay tüm ülkeleri bir anda etkisi altına alarak krizler oluşturabilmektedir.

Şimdi kendi çalışma alanımıza yaklaşmak adına risk faktörü şirket yönetiminde ele alınacaktır. Günümüzde şirket yönetimleri yukarıda bahsettiğimiz hızlı değişiklerden zarar görmemek, hatta kazanç sağlamak için mevcut risklerin tanımlanıp yönetilmesine büyük önem vermektedir. Çünkü hiçbir riski almam, diyen yönetimler için bile bazı risklerin tanımlanabileceği mantığımızın gereğidir.

Bu noktada risk için genel bir tanımlama yapabiliriz. Günümüzde riski, istenmeyen durumu ifade eden ve tehlike olarak görülen olayın gerçekleşme ihtimali olarak tanımlayabiliriz. Daha çok ekonomik anlamada bir başka tanımla "gerçekleşen gelirler ile beklenen gelirler arasındaki fark sonucu zararın doğma olasılığı"[9] olarak da tanımlanmaktadır. Ne kadar yeni risk almanın optimum düzeyi oluşturacağı tartışmasına girmeden risk kavramında daha da somutlaşabilmek için genel olarak şirket yönetiminde karşılaşılabilecek tanımlanmış risk türlerine değinelim.

Yönetimde karşılaştığımız risk alanlarını şu şekilde sınıflandırabiliriz;[10]
1) Finansal riskler
2) Pazar riski
3) Teknoloji riski
4) İnsan faktörüne bağlı risk

1.2. Finansal Riskler

Döviz kurlarının değişiminden dolayı ortaya çıkabilecek kâr veya zarar, kur riski; faizlerin değişimi, faiz riski; ödemeler için gerekli nakdin zamanında bulunamaması, likidite riski; fiyatların değişiminden kaynaklanan kâr ve zarar, fiyat riski; karşı tarafın taahhüdünü yerine getirmemesi, kredi riski olarak tanımlanmaktadır. Para piyasalarında uzun vadeli borç verip bunları kısa vadede fonlamak ve döviz piyasalarında bir para cinsinden çok büyük pozisyon taşımak, borsalara yapılan yatırımlarımız, hesaplamamız gereken finansal risklerdendir.[11] Risk çeşitlerini arttırmak veya tanımlarını değiştirerek kapsamını geliştirmemiz de mümkündür.

Yukarıda saydığımız finansal riskler konusunda doğru tahminler ve zamanında önlemler almak konusunda sergilenen başarıyı, riski kavramak veya yönetmek olarak tanımlıyoruz.

Ayrıca bu noktada 1970'li yılların ikinci yarısında ekonomik büyüme ve ticaret hacminde genişleme neticesinde, artan uluslar arası şirketlerin de etkisiyle farklı para birimlerinin dolaşımının artmasından, özellikle gelişmekte olan ülkelerin ödemeler dengesi finansmanına yönelik fon talebinin arttığından, getirilen serbestilerin de etkisiyle yeni iş olanakları ve risk alanlarının doğduğundan bahsedilebilir.[12] Yine, Bretton Woods sabit kur sisteminin bozulması ile birlikte döviz kurları ile oynayan spekülatörlerin yeni arayışlar içine girmesi ve bu çerçevede bu tür risklere karşı "Finansal Türevler"in ortaya çıkarak; *Forward, future, swap, option,* gibi finansal türevlerin birer risk yönetim ürünü haline geldiğinden de bahsedilebilir.[13]

Ancak son 15 yılda kullanımı hızla artan bu ürünlerin finansal piyasalarda yol açtığı genişlemelerle yeni risklere yol açtığı görülmüştür. Bir zamanlar kurtarıcı olarak görülen bu ürünler son krizlerle birlikte sorgulanır hale gelmiştir. Katılım bankaları türev ürünlere çeşitli sebeplerle mesafeli durmuştur. Ancak bu durum katılım bankalarının bilanço yapıları itibariyle hiçbir finansal risk taşımadığı anlamına gelmemektedir. Katılım bankaları kur riskini de barındıracak açık pozisyonlara sıcak bakmadığı bilinmektedir. Ancak katılım bankaları topladığı fonların ortalama vadeleri ve kullandırdıkları fonların ortalama vadelerinin uyumsuzluğuna bağlı olarak diğer bankalar gibi yüksek bir finansal risk taşıyacaktır. Yine olağanüstü durumlarda yaşanabilecek ani fon çekilişlerinin de bir başka risk olduğu ifade edilmelidir. Ancak bahsettiğimiz bu riskin finansal sektör için çok temel bir risk olduğu ve bütün bankacılık kesimi için geçerli olduğunu ifade etmek gerekir. Merkez bankaları ve mevduat sigorta fonlarının bankalar için geçerli olan bu riski minimuma indirmek için faaliyette bulunduğunu hatırlatabiliriz. Finansal riskler aşağıda daha ayrıntılı olarak ele alınacaktır.

1.3. Pazar Riski

Dünya üzerinde, özellikle de uluslararası şirketler, hitap ettikleri pazarların ürettikleri mal ve hizmetlere doymasıyla, elde ettikleri üretim teknolojisi ve gücünü düşürmemek ve daha da büyümek için yeni pazar arayışlarına girmektedirler. Özellikle de üretim teknolojileri açısından yeterli güce sahip olmayan ancak yaptıkları yatırımın karşılığı olarak elde edebilecekleri çeşitli potansiyelleri olan ülkeler için, çeşitli yatırımlarda bulunurlar. Fabrikalar kurar, pazarlama faaliyetlerine girişirler, dağıtım kanalları oluştururlar. Bütün bu yatırımların büyüklüğü, yatırım sonucunda elde edilecek ticari karın yatırımı karşılayıp kara geçirme süresine de doğrudan etki etmektedir. Ancak büyüklüğüne ve başarısına göre geri dönüş süreci değişecek olan bu yatırımın sekteye uğraması, pazarın yeterince tanınmaması, yatırım yapılan yerde ani siyasal, ekonomik ve toplumsal değişikliklerin olması olasılığı da her zaman mevcuttur. İşte bu noktada hedef pazarda olabilecek ani değişikliklerle yapılan yatırımların boşa çıkmasını ya da pazarın kaybedilmesini pazar riski olarak tanımlayabiliriz.

Dünya üzerinde, özellikle de uluslararası şirketler, hitap ettikleri pazarların ürettikleri mal ve hizmetlere doymasıyla, elde ettikleri üretim teknolojisi ve gücünü düşürmemek ve daha da büyümek için yeni pazar arayışlarına girmektedirler. Özellikle de üretim teknolojileri açısından yeterli güce sahip olmayan ancak yaptıkları yatırımın karşılığı olarak elde edebilecekleri çeşitli potansiyelleri olan ülkeler için, çeşitli yatırımlarda bulunurlar.

Sovyetler Birliği'nin dağılması ve rejimin çökmesi ile ortaya çıkan bağımsız devletler birçok işadamı için birer fırsat oluşturdu. Gerek Rusya dahil bu ülkelerde, gerekse de büyük bir pazar olarak ortaya çıkan Çin'de yeni yatırımlar bir yönüyle bu tür riskler taşıyordu ve zaman zaman bu yeni pazarların değişen şartları arasında etkilenen büyük ölçekli firma ve sektörler görülmektedir. Bu noktada daha belirgin bir örnek olması için Türkiye'de Laleli piyasası olarak adlandırılan bölge esnafının ve bu esnafa mal satan üreticilerin 1999 yıllarından itibaren Pasifik ülkeleri ve Rusya'da oluşan krizden çok kısa bir süre de etkilenmelerini hatırlatabiliriz. Yine belli sektörlere yatırım yapan holding bankalarının ve bu arada bir özel finans kurumunun yatırım yaptığı sektördeki ani Pazar daralması sebebiyle zora girip iflasa sürüklendikleri görülmüştür. Pazar riski finansal kurumlar ve katılım bankaları tarafından kredilerde sektör ve borçlu çeşitlemesi yapılarak ortadan kaldırılmaya çalışılır.

1.4. Teknoloji Riski

Piyasaya yeni ürünlerle çıkmak teknolojik yenilikleri herkesten önce pazara sokup piyasa doyana kadar, tabir uygunsa, bunun kaymağını yemek birçok kişi ve kurumun hatta ülkenin isteğidir. Nitekim bu tür yeniliklerle ortaya çıkıp hem insanlığa büyük atılımlar kazandıran hem de büyük ticari kazanımlar elde eden kişi ve kurumlar vardır. Dolayısıyla yeni teknoloji ve ürünler için müthiş bir rekabetin yaşandığı ve bu iş için devasa boyutlarda para, emek ve zamanın harcandığı da bir gerçektir. Ancak biraz düşündüğümüzde bu yatırım türündeki riskleri de görmemiz mümkün olacaktır.
Ar-Ge faaliyetlerine yatırım yaptınız, ekip kurdunuz her türlü altyapıyı sağladınız ancak bütün bu harcamaların sonunda harcamalarınızın geri dönüşünü sağlayacak bir ürün garantisi elinizde yoktur, ya da elde ettiğiniz ürünün önemini yitirmesini sağlayacak, yeni bir teknolojinin çok kısa zamanda üretilip yatırımlarınızı boşa çıkarması olasıdır.

Bu çerçevede şu da aklımıza gelecektir; Ar-Ge faaliyetlerine girmeksizin mevcut teknolojileri kullanarak, bir fabrika ya da pazarlama şirketi kurdunuz. Ya da süregelen bir işletmeyi devralarak yatırım yaptınız. Gelişen teknoloji ile birlikte üretilen yeni ürün ve hizmetlerin sizin ürün ve hizmetlerini-

ze olan talebi azaltması ya da tamamen durdurması olasıdır. Dolayısıyla gelişen ve değişen teknolojinin süregelen talepleri değiştirmesi ya da beklenen talebin önünü kesmesini mal ve hizmet üreten kurumlar için teknoloji riski olarak tanımlayabiliriz.

Yine sabit sermaye yatırımlarında seçtiğiniz makine ve ekipmanın teknolojisinin çabuk eskimesi, ekipmanın yasal amortisman süresi dahi dolmadan yenilenmesi gereğini ortaya çıkarabilmektedir. Bu durum da bir başka teknoloji riski olarak ifade edilecektir. Katılım bankalarının fonladıkları yatırım projeleri ile firmalara sağladıkları makine ekipman ve altyapı yatırımlarında bu riskin yeterince göz önüne alınıp alınmadığı sorgulanabilir. Ancak bu sorgulama pazara ve üretim teknolojisine hâkim kişilerce yapılmalı, işletmelerin yeni yatırımların önünü tamamen kesecek bir şüphe riski halini almamalıdır.

1.5. İnsan Faktörüne Bağlı Risk

Aslında var olan her şeyin ve üretilen her bir ürün ve hizmetin neticede insanoğlu için olduğunu düşündüğümüzde bu başlık biraz garip gelebilecektir. Bu yüzden bu başlığı, çalışan riski olarak da değiştirebiliriz. İnsan bir kurumun en değerli varlığıdır. Çünkü yapılan bütün planlamalar ve organizasyonlar işletmede çalışan insanlarla değer bulacaktır veya bir başka değişle gerçekleştirilebilecektir. Tabii bu yüklemin tersi de kullanılabilecektir. Yani hazırlanan bütün planlamalar ve organizasyonlar çalışan insanlarla değer kaybedebilecek veya boşa çıkabilecektir. Çalışana güvenerek, bir riske girer ve onun sorumluluğunu arttırır, terfi ettirerek çok önemli bir görev verebilirsiniz. İşte bu noktada bir tehlike olasılığı, yani risk başlamıştır. Kişi vereceği kararlarla ve yapacağı eylemlerle beklentilerinizi karşılayıp sizin başarı olarak tanımladığınız pozisyona da gelebilir. Tam tersi de olabilir.

İnsan faktörüne bağlı riski de çalışan faktörünün mal ve hizmet üreten kurumlarda beklenen sonucu olumsuz yönde etkileme tehlikesi olarak tanımlayabiliriz.

İnsan faktörüne bağlı riskler bütün kurumlar için geçerli olsa da finansal kurumlar da bu riskin daha yüksek olduğu ifade edilir. Ancak sağladıkları güvenle piyasada tutunabilen bir finans kurumunun bu güveni ortada kaldıracak bir insan kaynağına sahip olması ya da yapacağı bilinçli ya da bilinçsiz yanlış sözleşme ve işlemlerle çok büyük bir insan faktörüne bağlı risk taşıdığı aşikârdır. Finansal kurumlar bu riski minimize etmek için çok yüksek maliyetli de olsa teftiş birimleri ve iç kontrol sistemleri kurarlar. Eğitim müdürlükleri şeklinde ayrı departmanlar tesis ederek insan faktörüne bağlı riski yönetmeye çalışırlar.

Katılım bankaları için yukarıdakilerin yanı sıra bir başka riskten bahsedilebilecektir. Katılım bankaları yeni gelişen kurumlar olması sebebiyle yoğun şekilde eleman ihtiyacı içerisinde olan ve bu ihtiyacı büyük oranda mevduat bankalarındaki yetişmiş personeli istihdam ederek ya da tecrübesiz elemanları eğitmek suretiyle karşılayan kurumlardır. Katılım bankalarının operasyon, teftiş, iç kontrol, pazarlama, eğitim hatta üst yönetim vb. birçok departmanında çalışan on binlerce kişinin nasıl bir eğitim sürecinden geçtiği, çalıştığı kurumların yürütmeye çalıştıkları farklılaştırılmış sistemi ne kadar bildikleri ve tanıdıkları, üzerinde durulması gereken bir konudur. Bu çalışanların en üst kademeden, en alt kademeye kadar işe başlatılmadan önce aldıkları yönetim, pazarlama vb. eğitimlerin yanı sıra katılım bankalarının çalışma sistematiğine, hukuki ve muhasebesel sürecine yer verecek şekilde teknik bir eğitimden geçirilmesi bu riski yönetmede faydalı olacaktır.

1.6. Risk Teriminin Şartları ve Klasik Bankacılık İşlemleriyle Örtüşmesi

Yukarıda, risk kavramını tanımlamaya çalıştık. Risk türlerinden örnekler vererek kavramın pratik hayatımızdaki yerini belirginleştirdiğimizi zannediyorum. Şimdi ise biraz da teorik yaklaşımları özetleyebilmek adına risk teriminin kullanım şartlarını maddeler halinde yazalım; bu terim için kullanım şartları;

- Henüz neticelenmemiş,
- Neticelenme süresi belli veya belli olmayan,
- En fazla faydanın umulduğu,
- Başlatılan veya başlayan bir olay ya da işlemde,

Risk teriminin kullanım şartları nelerdir?

Aşağıda belirtilen işlem ve olaylar için risk terimi kullanılmaktadır:
1) Henüz neticelenmemiş,
2) Neticelenme süresi belli veya belli olmayan,
3) En fazla faydanın umulduğu,
4) Başlatılan veya başlayan,
5) Umulan faydanın en fazla olup olmayacağının belirsizliği,
6) Olay ya da işlemin neticelenmesi durumunda umulan faydanın dışında, olması ihtimal dahilinde, ölçülebilir ya da ölçülemez zararlar.

• Umulan faydanın en fazla olup olmayacağının belirsizliği ya da;
• Olay ya da işlemin neticelenmesi durumunda umulan faydanın dışında, olması ihtimal dahilinde, ölçülebilir ya da ölçülemez zararlar için risk terimi kullanılmaktadır. Bu çerçeve de çalışma alanımız olan bankacılık sektörünün çalışma şartlarını irdelediğimizde yukarıda sıraladığımız risk teriminin kullanım alanları ile örtüşmesini de aşağıda ifade ediyoruz.

1.6.1. Banka İşlemlerinin Şartları Sağlaması

• Henüz neticelenmemiş (Her türlü borç-alacak ilişkisi),
• Neticelenme süresi belli veya belli olmayan (Vadeli ya da vadesiz),
• En fazla faydanın umulduğu (Getirisi en çok olacağı düşünülen),
• Başlatılan veya başlayan (Kredinin verilmesi ya da mevduatın yatırılması) bir olay ya da işlemde (kredi ya da mevduat sözleşmesi),
• Umulan faydanın en fazla olup olmayacağının belirsizliği (tercih edilmeyen diğer kaynak ya da yatırım seçeneklerinin getirisinin daha fazla olması),
• Olay ya da işlemin neticelenmesi durumunda umulan faydanın dışında, olması ihtimal dahilinde, ölçülebilir ya da ölçülemez zararlar (Sözleşme şartlarına uyulmaması neticesinde zarar edilmesi).

Birey olarak tek insanın ya da toplumun fiziki ve ruhsal ihtiyaçlarını karşılayan mal ve hizmetlerin miktarı çok hızlı bir şekilde değişmemektedir. İhtiyaç duyulan ürün ve hizmetlerin miktarı ancak birey ya da toplumların beğeni ve beklentilerinin değişmesiyle ya da nüfusun artmasıyla zaman içinde ve yavaş yavaş değişecektir.

1.6.2. Finansal Sistem Araçlarının Soyutluğu

Yukarıda "Bankacılık Sektörünü diğer sektörlerden ayrı tutarak her türlü işleminin risk kavramı ile örtüştüğü" şeklinde bir sav ortaya koymaktayız. Bu sav için bir destek noktası ifade edebiliriz;
Günümüzde sektör olarak ifade edilen iş kollarının geneline baktığımızda çoğu iş kolunun bir üretim konusu olduğu ve insanoğlunun somut olarak bünyesel bir ihtiyacını karşılamaya yönelik bir ürün ya da hizmet ürettiği ve bunu pazarlamaya çalıştığı bir gerçektir. Bankacılık sektörüne baktığımızda ise bu sektörün üretiminin insanoğlunun fiziki ihtiyacını karşılamaya yönelik nihai bir ürün değil bu ürünlerin üretiminde değiş tokuş ve dağıtımında aracılık faaliyeti gören para ve benzerlerinin depolanması, değiş tokuş ve ticaretinin organizesi olduğunu görmekteyiz. Yani bir banka insanoğluna nihai bir ürün değil nihai ürünün eline geçmesini kolaylaştıran bir araç olan ve bir devlet yada benzer bir prestij kurumunun kefaletini ifade eden üzeri imzalı bir kefalet senedi (para) ya da benzerini sunmaktadır.

Bu durumda diğer birçok işkolu, aktifinde bulunan fabrika, makine teçhizat, hammadde, ürün stokları ile bireyler için somut ve her zaman ölçülebilir bir değer taşırken bankalar ise aktiflerinde tuttukları para ve benzeri araçlarla kendileri dışında bir kısım devlet ya da kurumların söz ve imzalarını aktiflerinde bulundurmakta ve bireylerin fiziksel ya da ruhsal ihtiyaçları için birçok yönüyle soyut bir malvarlığı taşımaktadırlar.

Birey olarak tek insanın ya da toplumun fiziki ve ruhsal ihtiyaçlarını karşılayan mal ve hizmetlerin miktarı çok hızlı bir şekilde değişmemektedir. İhtiyaç duyulan ürün ve hizmetlerin miktarı ancak birey ya da toplumların beğeni ve beklentilerinin değişmesiyle ya da nüfusun artmasıyla zaman içinde ve yavaş yavaş değişecektir. Dolayısıyla bu ürün ve hizmetler ne şekilde üretilmiş ya da elde edilmiş olursa olsun ihtiyaçlar kadarı mutlaka insan için değerli olacaktır. Ürün ve hizmetlerin üretimin artması ya da azalması bunları elde etmek için gösterilen çabanın artması ya da azalması bir başka ifade fiyatlamanın (insan emeğine dayalı bir fiyatlamadan bahsetmekteyiz - birim çalışma süresi) değişmesi sonucunu ya da ikame etkisini doğurabilecektir. Ancak bu değişimler mutlaka belli üretim süreçleri ve yatırımlara bağlı olacağından hareketlenmeler çok ani olmayacaktır ve fiziki ya da ruhsal ihtiyaç sürdüğü için değer sıfırlanmayacaktır.

Finansal araçlara baktığımızda ise bu araçların daha çok birey ya da toplumların inanç ve güvenine bağlı olarak değer kazandığı görülmektedir. Duyulan bu güven ve ortaya çıkan toplumsal yönlendirmeler, bazı finansal araçlara kayıtlı değerinin ya da fiziki değerinin çok üstünde bir fiyatlama (birim çalışma süresi) getirebilmektedir. İşte bu noktada fiziki değerin üstünde olan fiyatlamanın soyut bir nitelik taşıdığını ifade ediyoruz. İnsanlar bir kurum ya da devlete olan inancını bazen toplumun yönlendirmesi ile çok çabuk arttırabildikleri gibi bu güveni çok çabuk yitirebilmektedirler de. Dolayısı ile çoğu finansal ürünün fiyatlaması (birim çalışma süresi) soyut olan güven kavramı ile olmaktadır. Mali sektörde olan dalgalanmaları, ani iniş ve yükselişleri düşündüğümüzde bu soyutluğun daha somut anlaşılacağını düşünüyoruz. Ayrıca üretime dönük iş alanları için kullandığımız "reel sektör" tanımının da mali sektörün soyutluğu karşısında somut ve gerçekliği ifade ile bu betimlemeyi aldığından bahsedebiliriz.

Yukarıdaki tanımlamalarımız klasik bankacılık sisteminde mümkün görülen yüksek miktarlı kârların sebebini ve niye risklerle çevreli olduğunu açıklamaya yöneliktir. Bu açıklamalar aynı zamanda finansal piyasalarda yaşanan ve reel sektördeki dengeleri de bozan ani dalgalanmaların nasıl gerçekleştiğine dair temel bilgiyi de vermektedir. Ancak katılım bankalarının ortaya koymaya çalıştığı sistemin tam da bu noktada ortaya koyduğumuz temel riskleri ortadan kaldırmaya çalıştığını, yukarıda bahsettiğimiz ve güvene bağlı olarak fiyatlanan, soyut varlıklar içeren enstrümanları reddederek ya da mutlaka bir somut varlığa bağlanması şartını koşarak riskleri azaltmaya çalıştığını ifade edebiliriz.

Bankacılık sektörünün aktifinde ve pasifinde bulunan kıymetlerin değerliliklerinin ve yaptığı işlemlerin risk kavramı ile ne kadar örtüştüğünü ifade etmeye çalıştıktan sonra şimdi de Bankacılık Sistemi için tanımlanan risk türleri sıralanacak ve hem mevduat hem de katılım bankaları için geçerli olan kredi riskine değinilecektir.

1.7. Bankacılık Sistemi İçin Tanımlanan Finansal Riskler

Bankaların karşılaşacağı risk için "bir muamelenin, önceden görülüp düşünülmesi mümkün olmayan nedenlerle belli bir süre sonunda ve umulduğu şekilde sonuçlanmamış olması"[14] ya da "planlanan ve arzu edilen başarının gerçekleşmemesi"[15] şeklindeki bir tanımlama bizim yukarıdaki risk teriminin şartları ve bankacılık işlemleri eşleştirmemize yakınlık arz etmektedir.

Bankalar kendilerine has kanunları olsa da birer şirket olarak kurulur, Ticaret ve Vergi Kanunlarına tabi olur, büyüme stratejileri güder, diğer şirketlerde olduğu gibi idari organizasyonlar içinde bulunurlar. Sermaye artırımında bulunurlar, temettü dağıtırlar, belli düzenlemelere tabi olarak hisse devirlerine konu olurlar. Birleşip bölünebilirler. Bankalar hukuki yönden kendi kanunlarındaki bazı sektörel düzenlemeler dışında, kanunlar önünde diğer anonim şirketlerle birlikte eşit haklara ve ödevlere sahiptirler.

Bankalar kendilerine has kanunları olsa da birer şirket olarak kurulur, Ticaret ve Vergi Kanunlarına tabi olur, büyüme stratejileri güder, diğer şirketlerde olduğu gibi idari organizasyonlar içinde bulunurlar. Sermaye artırımında bulunurlar, temettü dağıtırlar, belli düzenlemelere tabi olarak hisse devirlerine konu olurlar. Birleşip bölünebilirler. Bankalar hukuki yönden kendi kanunlarındaki bazı sektörel düzenlemeler dışında, kanunlar önünde diğer anonim şirketlerle birlikte eşit haklara ve ödevlere sahiptirler. Sektörel bazı düzenlemelerden bahsettik ancak unutmamak lazımdır ki kendine has düzenlemeleri olan tek sektör bankacılık sektörü değildir. Ülkemizde Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu benzeri birçok sektöre ait üst kurulun kanunlarıyla birlikte aynı dönemlerde kurulduğunu hatırlamamız bunu anlamamız için yeterli olacaktır.

Dolayısıyla bankacılık sektörü için tanımlayacağımız riskler, diğer anonim şirketler için tanımlanan risklerden çok ta farklı olmayacaktır. İsimler çoğunlukla aynı olacak ancak önem dereceleri sektöre göre değişiklik gösterebilecektir.
Bankacılık sektörünün çalışma sisteminde konulan sermayeye oranla çok büyük bir bilanço büyüklüğüne ulaşılması ve büyük risklerin alınması en temel gerçeklerden biridir. Bu bankacılık sisteminin sermayesinin bilanço içerisindeki payının, sanayi işletmelerinin sermayelerinin bilançoları içindeki payları ile karşılaştırılması neticesinde de görülebilecektir.

Yine bankacılık sisteminin dinamik bir yapıda olduğu unutulmamalıdır. Faaliyet alanı itibariyle bütün ekonomik faaliyet türlerine hitap edebilecek çeşitlilikte enstrümanlar ve uzmanlık alanları oluşturmak zorunda olmaları bir gerçekliktir. Buna karşın herhangi bir sanayi veya hizmet üretim

Bankacılık sistemi için tanımlanan riskler nelerdir?

Bankacılık sistemi için tanımlanan riskler şunlardır;

1) Faiz Oranı Riski: Bankanın, verdiği kredi için bulduğu kaynağa, zaman içinde krediden elde ettiği faiz gelirinden daha fazla faiz gideri yapmak zorunda kalmasıdır. Burada katılım bankaları faiz riskinden kurtulmakla birlikte, bankaların fon sıkışıklığını gidermek için mevduat faiz oranlarını yükseltmesi sınırlı da olsa katılım bankalarındaki fonların yüksek getiri vadeden bankalara kayması sonucunu getirebilir.

2) Kur Riski: Bankanın bir para cinsinden varlıkları ve yükümlülükleri arasında fark olması durumunda kurdaki değişim yönünün, bankanın yükümlülüklerinde artış, varlıklarında ise azalış meydana getirme tehlikesi olarak tanımlanabilir. Katılım Bankaları kur riskine yol açacak açık ya da kapalı pozisyon taşımamaya dikkat etmektedirler.

3) Menkul Kıymet Fiyat Riski: Bankanın hisse senetlerine ve özel veya kamu kesimi borçlanma senetlerine yatırım yapmasından kaynaklanır. Katılım bankaları da hisse senetlerine dayalı işlemler yapabilmektedirler. Atıl kalan fonlar, menkul kıymetler alım satımı yoluyla değerlendirildiği nispette bu risk üstlenilecektir.

4) Kredi Riski: Verilen kredinin tahsil edilememesi, eksik tahsil edilmesi ya da zamanında tahsil edilememesi olarak tanımlayabilir.

5) Likidite Riski: Bankanın menkul kıymet satışı veya yeniden borçlanma yoluyla uygun maliyetli nakit sağlama zorluğu içerisine girmesi durumudur.

6) Operasyon Riski: Bir bankanın maliyetlerinin gelirlerini aşan bir biçimde faaliyette bulunması ve bu nedenle öz kaynaklarını yitirmesi anlamına gelmektedir.

işletmesi ise daha çok kendi ürün veya hizmet hattındaki operasyonel risklerle karşı karşıyadır. Ellerindeki hammadde, makine teçhizat, stok vb. varlıkların ise fiziki değerleri itibariyle kısa sürede büyük değer değişimlerine konu olamayacakları aşikârdır. Bankacılık sektörü ise gerek, genel ekonomideki hemen hemen bütün sektörlere hitap etmesi sebebiyle kullanmak zorunda olduğu enstrümanların çeşitliliği, gerekse de kullandığı enstrümanların çok kısa sürede büyük değer kayıplarına maruz kalabilmeleri sebebiyle çok daha büyük çaplı riskler ile karşı karşıyadır.

Ayrıca bankacılık sektörü genel ekonomi içinde üretim faktörlerinin izlenmesi, vergilendirilmesi, makroekonomik politika ve planlamaların uygulanmasında da rol oynamaktadır. Üstlendiği bu rol ve ekonomik faaliyetlerdeki belirleyici gücünün, her türlü risk değerlendirmesinde göz önüne alınması gerekmektedir.

Daha önce bahsettiğimiz ve genel bir çerçevede finansal riskler, pazar riski, teknolojik riskler ve insan faktörüne bağlı riskler başlıkları altında sıraladığımız risklerin her biri bir anonim şirket olarak bankalar için de geçerlidir. Ancak yine söylediğimiz üzere önem dereceleri sektörlere göre farklılık arz edecektir. Bunlardan bankacılık sektörü için çok daha önemli ve çoğu zaman güncel olarak finansal riskler olarak ifade ettiğimiz başlık altındaki riskleri ortaya koyuyoruz. Nitekim finansal risk adı altında tanımlanan riskler literatürde de çoğu zaman banka kaynaklı olarak gösterilmektedir.

Finansal riskler gerçekleşmeye başladığında bütün ekonomiyi kriz ortamına alacak güçte olabilmektedir. Ayrıca finansal şokların tetikleyici etkisi ile derinleşen ekonomik krizlerin ilk olumsuz etkileri de finansal sistemde faaliyet gösteren kurumlarda ortaya çıkmaktadır.[16] Bu ise bir kısır döngüye sebep olmakta ve tüm ekonomi çok kısa bir sürede dengesini yitirmektedir.

Banka riskleri için riskin tek bir müşteride mi yoksa genel müşteri portföyü içinde mi gerçekleştiğine dair olarak risklerin “özel risk” ve “genel risk” olarak sınıflandırılmasının[17] da söz konusu olduğunu kısaca belirtelim. Bankaları öncelikli etkileyecek finansal riskleri iki ana gruba ayırmak mümkündür. Birinci olarak sistemik diye de adlandırılan ve kurum dışında gelişen değişikliklerden kaynaklanan riskler (faiz, kur, menkul kıymet fiyatları riski); ikinci olarak da piyasaya bağlı değişkenlerden çok kurumun bilançosundan kaynaklanan ve borç-alacak portföyünün yapısından kaynaklanan riskler (kredi, likidite, operasyon riski) incelenecektir. Aşağıda bu riskler tüm bankacılık sektörü için ele

alındıktan sonra katılım bankaları özelinde değerlendirmelerde bulunulacaktır.

1.7.1. Faiz Oranı Riski

Son on yıldaki kriz dönemlerinde aniden yükselen faizlerin bize sık sık gösterdiği bu riski kısaca şu şekilde tanımlayıp açıklayabiliriz.

Faiz riskini oluşturan en önemli unsur kredilerle mevduatın vade yapılarının birbirinden farklı oluşudur. Kredilerin uzun vadeli verilip mevduatın kısa vadeli olarak toplanması faiz riskinin temelini oluşturur. Bu durumda, banka uzun vadeli olarak verdiği krediyi fonlamada kullandığı kısa vadeli kaynağı, verdiği kredinin vadesi bitip dönene kadar ne maliyetle olursa olsun çekilmesini engellemek ya da yerine yeni mevduat bulmak zorunda kalmaktadır. Bankanın, herhangi bir kriz anında yükselen faizler sebebiyle, mevduatını çekip yüksek faiz alacağı bankaya götürmek isteyen mudilere, uzun vadeli olarak dağıttığı kredilerden dolayı, verecek yeterli parası olmayacaktır. Bu yüzden mevduatın istenmesini engellemek için faizlerini yükselterek, krediden elde edeceği faizin üstünde faiz vermek zorunda kalabilecektir. Yakın zamanlarda portföyünde bol miktarda hazine bonosu bulunduran Demirbank'ın aniden yükselen mevduat maliyetleri sebebiyle yükümlülüklerini karşılayamaz duruma gelmesini ve fonlama maliyetlerindeki artışı kredilerine yansıtamayarak zora giren diğer bankaları örnek gösterilebiliriz. Bu riske karşı kurumlar türev ürünlerle bir nevi koruyucu önlem almaya çalışmaktadırlar.

Bu açıklamalar çerçevesinde faiz riskini bir banka için; verdiği kredi için bulduğu kaynağa, zaman içinde krediden elde ettiği faiz gelirinden daha fazla faiz gideri yapmak zorunda kalması şeklinde tanımlayabiliriz.

1.7.1.1. Katılım Bankalarında Faiz Oranı Riski

Faiz, belirli bir miktardaki anaparanın belirli bir vadede, belirli bir oranda elde ettiği getiri olarak tanımlanabilir. Yani borç verenin (banka ya da özel kişi) vadeyi ve oranı belirlediği, alanın da kabul ettiği bir uzlaşma söz konusudur. Faizli uygulamalarda her iki taraf, üzerinde anlaşılan vade geldiğinde anaparanın dışında ne kadar vereceğini ya da alacağını bilmektedir.

Faizsiz çalışma esasına dayalı kâr payı ise, taraflarca belirlenen vadeye kadar ticari veya sınai bir ekonomik faaliyette kullanılan anaparanın elde ettiği kârın vadesi geldiğinde anlaşılan oranda taraflara dağıtılan kısmıdır. Tasarruf sahibinin Katılım Bankalarına yatırdığı para, bu kurumlarca sağlam ve verimli projelerde kullanılmak üzere yatırımcılara piyasa şartları içerisinde oluşan kâr oranları ile belirli bir vade için kullandırılır. Vade sonunda elde edilen getiri, yani kârın büyük kısmı tasarruf sahibine, bir kısmı kuruma olmak üzere (Genellikle % 80 ve % 20) dağıtılır. Görüldüğü gibi, faizin aksine kâr payı esasına göre çalışan sistemde anaparanın vade geldiğinde ne kadar kazandıracağı belirli değildir. Kaldı ki, kredilendirilen projelerden zarar edilmesi de ihtimal dahilindedir. Faizli sistemde ise vade geldiğinde önceden taahhüt edilen tutar mutlaka anapara sahibine ödenmelidir. Kâr payı ile faiz arasındaki temel fark, faizde anaparanın vade sonundaki kazancı taahhüt edilirken, kâr payında kazancın destek verilen projelerin verimliliğine göre oluşmasıdır.

Çalışma sistemindeki bu farklılık katılım bankalarını faiz riskinden büyük oranda kurtarmaktadır. Ancak şöyle bir riskten bahsedilebilecektir: Faizlerin yükseldiği bir ortamda faiz riskine maruz kalan mevduat bankalarının fon sıkışıklığını gidermek için mevduat faiz oranlarını yükseltmesi sınırlı da olsa katılım bankalarındaki fonların yüksek getiri vadeden bankalara kayması sonucunu getirebilir. Katılım bankalarının sisteme daha fazla entegre olması sonrasında faize duyarlı olmayan katılım fonu müşterilerinin artması bu tür geçişkenliklere de yol açabilecektir. Çalıştıkları sistem gereği ileriye yönelik herhangi bir kazanç taahhüdüne giremeyen katılım bankalarının ileride açıklanacak likidite riski ile karşılaşması mümkün olabilecektir.

Ayrıca katılım bankalarının sayısının artmasıyla oluşacak rekabet ortamı ve katılım bankalarının farklı maliyet yapılarıyla iş görmeye başlamaları durumunda katılım bankaları arasında oluşabilecek büyük getiri farklarının yol

Faiz riskini oluşturan en önemli unsur kredilerle mevduatın vade yapılarının birbirinden farklı oluşudur. Kredilerin uzun vadeli verilip mevduatın kısa vadeli olarak toplanması faiz riskinin temelini oluşturur. Bu durumda, banka uzun vadeli olarak verdiği krediyi fonlamada kullandığı kısa vadeli kaynağı, verdiği kredinin vadesi bitip dönene kadar ne maliyetle olursa olsun çekilmesini engellemek ya da yerine yeni mevduat bulmak zorunda kalmaktadır.



açacağı geçişkenlikler de göz önüne alınmalıdır. Bu geçişler için yeterli rezerv bulundurulmaması ya da zamanında önlem alınmaması katılım bankaları arasında benzer bir riskin doğmasına sebep olabilecektir.

1.7.2. Kur Riski

Ülkemizde son yirmi yılda büyük çaplı olarak iki kere yaşanan örneğiyle birçok kişi ve kurumun zarara uğramasına sebep olmuş bu riski ve gerçekleşmesini bankalar içi kısaca şöyle ifade edebiliriz. Bankanın bir para cinsinden varlıkları ve yükümlülükleri arasında fark olması durumunda kurdaki değişim yönünün, bankanın yükümlülüklerinde artış, varlıklarında ise azalış meydana getirme tehlikesi olarak tanımlanabilir.

Farklı para birimlerinin değer kazanım ve yitirme oranlarının zaman içinde farklılık arz etmesi ve değişkenliğin artması bu risk türünün önemli kaynaklarından birisi olarak görülmektedir.[18] Bu risk, türü itibariyle, dövizli alışverişler ve artan dış ticaret hacminden dolayı banka dışı kurum ve kişileri de sıkça etkilemektedir. Bir bankanın borçları ve alacakları farklı para cinsinden olabilmektedir. Örneğin döviz tevdiat hesaplarıyla Amerikan Doları cinsinden mevduat toplayıp (borçlanıp), Türk Lirası kredi dağıtabilir (alacaklanır). Ancak bu riskli bir işlemdir. Alacaklı olduğu para biriminin borçlu olduğu para birimine göre değer kaybetmesi durumunda alacakları değer yitirecek borçları ise büyüyecektir. Bu da zarara yol açacaktır. Tabii tersi durumda alacakları değer kazanıp borçları değer kaybedeceğinden kâr oluşacaktır. Her iki durumda bir kazanan bir de kaybeden vardır. Bankalar faaliyet alanları gereği olarak çoğu zaman bu riski fazlaca üstlenebilmektedirler. Banka işletmesi için önemli miktarda kar imkânı sağlayan kur değişimleri büyük ve ani kayıp olasılığı ile de önemli bir risk niteliği taşımaktadır. Sistemdeki çoğu bankanın kur değişimlerine karşı aynı yönde pozisyon almaları bankaların kur beklentilerinin aynı yönde olduğunu gösterecektir. Ancak çok sayıda bankanın aynı yönde aldığı bu pozisyon beklentinin tersinin çıkması durumunda genel ekonomiyi derinden sarsacak şekilde krize de yol açabilir. Bu yüzdendir ki merkez bankaları ve merkezi yönetimler ile ekonomi bilimi, kur riskinin alınmasında bankalarla birlikte tüm kişi ve kurumları uyarmaktadır.

Bir para biriminden borçların aynı para biriminden alacaklara göre fazla olması o para birimi için “açık pozisyon” olarak adlandırılmaktadır. Tersi durum ise “kapalı pozisyon olarak tanımlanmaktadır. 1994 yılı ve 2001 yıllarında ülkemizde, dövizde açık pozisyon taşıyan banka, kişi ve kuruluşlar bu zararı yüklenmek durumunda kalmışlardır.

Döviz varlıkları ile yükümlülüklerinin eşit olduğu duruma ise “kare”(*square position)* denmektedir[19].

1.7.2.1. Katılım Bankalarında Kur Riski

Bilindiği kadarıyla katılım bankaları kur riskine yol açacak açık ya da kapalı pozisyon taşımamaya dikkat etmektedirler. Ancak özellikle dışarıdan çeşitli enstrümanlarla fonlamanın başladığı bir dönemden geçmekteyiz. Ayrıca altına dayalı işlemler giderek daha fazla katılım bankalarının gündemine girmektedir. Farklı para birimlerinde oluşan kur riskinin bir

benzeri altına dayalı fonların nakde çevrilerek kredi olarak kullandırımı durumunda da söz konusu olabilir. Kur riski bütün finansal kurumlar için önemli ölçüde gözetilmesi gereken bir risktir.

1.7.3. Menkul Kıymet Fiyat Riski

Bankaların yanı sıra borsa da işlem yapan kişi ve kurumlar ile devlet ya da özel sektör tahvili alanların da maruz olduğu bu risk için şunlar söylenebilir.

Bankanın hisse senetlerine ve özel veya kamu kesimi borçlanma senetlerine yatırım yapmasından kaynaklanır. Borsada hisse senedi fiyatları büyük dalgalanmalar gösterebileceğinden bankaların yatırımları büyük zarar görebilir. Faiz riskinin bir uzantısı olarak borçlanma araçlarına yapılan yatırımdan bankaların zarar görmeleri söz konusu olabilir.[20]

Ayrıca, hisse senedi yatırımlarında genellikle senedin üzerinde yazılı itibari değerin üstünde bir bedel ödenmektedir. Piyasadaki dalgalanmalar aktifteki bu kalemin önemli ölçüde değer yitirmesine sebep olabilir. Şirket bu senetleri elden çıkarmak istediğinde satamayabilir.

Hisse senetlerine yapılan yatırımda banka kendi yönetiminde olmayan bir şirkete finansman sağlamış olduğundan bir nevi kredi vermiş olacaktır. Banka Menkul Değerler Cüzdanında bulundurduğu tahvil ve bonolarla da bunları çıkartan kurum ya da ülkenin bu borçlarını ödememe riskinin dışında fonlama faizlerinin artışına bağlı olarak faiz riskini taşıyacaktır. Ancak devlet tarafından ya da devlet garantisi verilerek bir kamu kurumu tarafından çıkarılan menkul kıymete (borçlanma kâğıdı) bağlı borcun ödenmeme riski oldukça düşük kabul edilmektedir.

1.7.3.1. Katılım Bankalarında Menkul Kıymet Fiyat Riski

Katılım bankaları faize dayalı tahvil ve bonolarla işlem yapmamaktadır. Ancak hisse senetlerine dayalı işlemler yapılabilmektedir. Yine SPK mevzuatına dayalı olarak oluşturulan fonlar katılım bankalarının yetkilendirdiği yöneticiler tarafından yönetilebilmektedir. Kurulan fonların dışında da atıl kalan fonları menkul kıymetler alım satımı yoluyla değerlendirildiği nispette bu risk üstlenilecektir.

Sistemik risklerden sonra şimdi de sistemik olmayan (kuruma özgü) risklere kısaca değinilecektir. Bunlar "kredi riski, likidite riski ve operasyon riski" olarak[21] sıralanacaktır.

1.7.4. Kredi Riski

Kredi riskini, verilen kredinin tahsil edilememesi, eksik tahsil edilmesi ya da zamanında tahsil edilememesi olarak tanımlayabilir veya bir başka şekilde "Kredi riski, ödenmeme veya geç ödemeden dolayı net kar ve öz varlığın piyasa değerindeki olası değişimdir"[22] diye ifade edebiliriz.

Özellikle gelişmiş ülkelerde ticari bankaların aldıkları en önemli riskin kredi riski olmasına karşın yüksek enflasyon döneminde Türkiye'de, bankaların kredi portföylerinin küçük olmasının ve az sayıda bilinen müşteriyle çalışılmasından dolayı kredi riskinin en büyük risk olmadığı söylenebilmekteydi.[23] Ancak bu dönemde dahi Türkiye örneğinde bankaların kredileri çeşitli yollardan kendi grup şirketlerine kullandırmaları, riskin dağılmasını engellediği için kredi riskinin yine artmasına sebep olmaktaydı. Devletin borçlanma gereğindeki ivmenin azalması ile Kredilerin aktif içerisindeki payında artışlar yaşanmıştır. Ayrıca krizlerden sonra yapılan yasal düzenlemelerle grup şirketlerine kullandırılan kredilerin önünün kesilmesine yönelik ciddi adımlar atılmıştır.

Türkiye'de daha çok bankaların kendi gruplarına verdikleri limit üstü krediler ve devlet kontrolündeki bankalardan verilen usulsüz kredilerin yol açtığı zararlar kredi riskine konu olmuştur. Nitekim 2001 yılında ortaya çıkan krizlerde bunlar daha da su yüzüne çıkmış, grup kredilerinin etkisiyle yükümlülüklerini karşılayamayan birçok bankaya Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'nca el konulmuştur. Kamu bankalarında yeniden yapılanmaya gidilmiştir.

Ayrıca mevzuat gereği bankalar 2001 yılında itibaren Risk İzleme Birimleri ve buna bağlı olarak İç Kontrol Birimleri

Hisse senetlerine yapılan yatırımda banka kendi yönetiminde olmayan bir şirkete finansman sağlamış olduğundan bir nevi kredi vermiş olacaktır. Banka Menkul Değerler Cüzdanında bulundurduğu tahvil ve bonolarla da bunları çıkartan kurum ya da ülkenin bu borçlarını ödememe riskinin dışında fonlama faizlerinin artışına bağlı olarak faiz riskini taşıyacaktır. Ancak devlet tarafından ya da devlet garantisi verilerek bir kamu kurumu tarafından çıkarılan menkul kıymete (borçlanma kâğıdı) bağlı borcun ödenmeme riski oldukça düşük kabul edilmektedir.

kurmuşlardır. Bu birimler 1990'ların ikinci yarısında bankaların bünyesinde oluşturulmaya çalışılan ve amacı bir yandan bankacılık risklerinin yönetiminde banka yönetiminin sağladığı başarıyı ölçmek diğer yandan söz konusu risklerin kamu otoritesi tarafından sağlıklı bir şekilde izlenmesini sağlamak olan risk yönetim departmanlarının[24] kanunla şekillendirilmiş hali olarak ta görülebilir. Yine bu dönemde dikkati çeken bir başka gelişme ise özellikle kredi kartları olmak üzere bireysel kredilerde oluşan büyümedir. Bankalar bireysel kredilere ve de özellikle kredi kartı yoluyla kullandırılan kredilere büyük önem vermektedir. Buna sebep olarak da yukarıda ifade etmeye çalıştığımız kredinin geri dönmeme riskinin; bireysel kredilerde riskin fazlaca müşteri üzerine yayılmasından dolayı az olmasını gösterebiliriz. Tabii bu stratejinin yeni riskleri doğurmayacağını kimse garanti edemeyecektir.

Son on yıldaki gelişmelere bakıldığında ise kredi hacminde ve tabanında ciddi bir genişleme gözlemlenmektedir. Bankalara mevduat vb. yollarla sağlanan kaynaklar kamu iç borçlarındaki göreceli azalmanın da etkisiyle özellikle konut ve bireysel krediler olmak üzere kredi portföyünü genişletmiştir. Kredi kartı kullanımı oldukça yaygınlaşmış, bankalar özellikle kredilendirme ve temerrüt halinde karlılığı çok yükselen bu ürün için büyük kampanyalara girişmişlerdir. Günümüzde kredi kartları matematiksel risk hesaplamalarının sistemi tehdit eder boyuta ulaştığına dair bir veriye ulaşılmamıştır. Ancak Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu'nun üzerinde çalıştığı tek limit uygulaması büyüyebilecek bir soruna çözüm arayışı olarak görülebilir. Artan konut ve harcama kredilerinin yol açtığı risk artık çok daha yakından izlenmektedir. Amerika'da konut ipoteklerinin yeniden finansmanının yol açtığı ve bütün dünyayı sarsan krizin de etkisiyle ekonomi yönetimimiz konut ve harcama kredilerindeki artışları frenlemek üzere bazı tedbirlere başvurmuştur. Dolayısıyla Türk bankacılık piyasasında bankaların kredi operasyonlarının serbest piyasa şartlarından dolayı çok fazla engellenememesinden dolayı domino etkisi yapabilecek bir geri ödeme ve teminatların değersizleşmesi riskinden çekinildiği ifade edilebilir.



1.7.4.1. Katılım Bankalarında Kredi Riski

Katılım bankalarının nakit kredi vermemeleri fiktif işlemlere dayalı kredi risklerinden bir nebze uzaklaştırmaktadır. Ancak kredilerde geri ödenmeme ve eksik ödenme risklerinin diğer bankalar gibi katılım bankaları için de geçerli olduğu söylenebilir. Ayrıca sektörel yoğunlaşmaların olması durumunda verilen kredilerdeki geri ödenmeme riski sektör riski ile büyüyebilmektedir. Ayrıca gayrinakdi kredilerdeki artışın da sektör riskleri ile birleştiğinde yıkıcı boyutlara ulaşabileceği dikkate alınmalıdır.

1.7.5. Likidite Riski

Bankalar kendilerine duyulan güven sayesinde fon toplamaktadırlar. Bu güveni de bilançolarının, her zaman için vadesi gelen yükümlülüklerini karşılar vaziyette olması, hatta olağanüstü durumlarda işe yarayacak rezerv paranın olması ya da bu parayı kolayca temin edebilmesiyle sağlayabilecektir. Dolayısıyla borç ve alacakların vadelerinin birbiriyle uyumlu olması ve nakit dengesinin her zaman için sağlanmış olması bir banka için gerektiği zaman para bulabilmesi için ve mudilerin güveni için hayati önem taşımaktadır.

Bu çerçevede likidite riskini şu şekilde ifade edebiliriz. Likidite riski bankanın menkul kıymet satışı veya yeniden borçlanma yoluyla uygun maliyetli nakit sağlama zorluğu içerisine girmesi durumudur. Bu risk banka müşterilerinin hesaplarındaki paralarını çekmesi ve bankanın nakit kaynaklarının yer aldığı interbank piyasalarına ve/veya uluslar arası finans piyasalarına gidip kaynak sağlayamaması durumunda büyür.[25]

Likidite sıkıntısı içine giren bankanın acilen kaynak bulma ihtiyacının da etkisiyle kaynak maliyeti büyüyecektir. Maliyetlerin artması zararı getirecek, durumun belli noktada düzeltilememesi ise bankanın iflas etmesine bile sebep olabilecektir.

1.7.5.1. Katılım Bankalarında Likidite Riski

Likidite riski bütün bankalar için olduğu gibi katılım bankaları için de çok önemli bir tehlike varlığıdır. Hatta interbank piyasasından borçlanma yapmayan katılım bankalarının bu yönüyle daha büyük sıkıntılara

düşebileceği düşünülmektedir. Hemen hiçbir finans kuruluşu ani büyük nakit çıkışlarını fonlayacak rezerv para bulundurmamaktadır. Toplanan fonlar ve dağıtılan krediler arasında vade farklarının olması durumunda ise önemli ve mutlak bir likidite riskinin varlığından bahsetmemiz lazımdır. Türkiye'de mevduatların ortalama vadelerinin kredi vadelerine göre düşük olduğu bilinen bir durumdur. Ani çekilişleri önlemek üzere getirilen mevduat garantisi sisteminin kurulan yeni fon ile katılım bankalarını da kapsar hale gelmesi katılım bankalarının bu riskini azalttığından bahsedebiliriz. Yine katıldığımız son toplantılardan edindiğimiz bilgiler doğrultusunda mevduat bankaları gibi gerektiğinde katılım bankalarının fon sağlayabileceği merkez bankası vb. mekanizmaların altyapısı kurulmaya çalışılmaktadır. Böyle bir çalışma likidite riskini azaltacak bir çalışma olarak görülebilir.

1.7.6. Operasyon Riski

Bütün kurumlar gerek kendi faaliyet alanlarıyla ilgili olsun gerekse de ticari yaşamın ortak gerekleri olarak çeşitli faaliyetlerde bulunurlar. Bu faaliyetler kurumun içinde bulunduğu sektörle ilgili olarak piyasada yapacağı işlemler olabileceği gibi, kurumun insan kaynakları biriminden muhasebe birimine, lojistik hizmetlerini sağlayan idari sosyal işler birimine kadar iç bünyede yapılan işlemler olabilir. İşte kurumun bütün bu sistemiyle ve iç bünyesi ile yaptığı faaliyetler ayrı bir risk oluşturmaktadır. Bunu operasyonel risk olarak tanımlayabiliriz. Bu risk banka özelinde de şöyle ifade edilebilir.

Bütün kurumlar gerek kendi faaliyet alanlarıyla ilgili olsun gerekse de ticari yaşamın ortak gerekleri olarak çeşitli faaliyetlerde bulunurlar. Bu faaliyetler kurumun içinde bulunduğu sektörle ilgili olarak piyasada yapacağı işlemler olabileceği gibi, kurumun insan kaynakları biriminden muhasebe birimine, lojistik hizmetlerini sağlayan idari sosyal işler birimine kadar iç bünyede yapılan işlemler olabilir.

Bir bankanın maliyetlerinin gelirlerini aşan bir biçimde faaliyette bulunması ve bu nedenle öz kaynaklarını yitirmesi anlamına gelmektedir. Bankaların ödeme sisteminde yeterli kontrolün olmaması ya da bilgisayar teknolojisinin yarattığı olanaklar nedeniyle müşterileri tarafından dolandırılması bir tür operasyon riskidir. Günümüz ATM, EFT, on-line sistemlerinin teknoloji yoğun yapısı ile bankaların çok sayıda ülkede faaliyette bulunması bu riski son derece önemli bir risk haline getirmiştir.[26]

Bankaların müşterileri ya da üçüncü şahıslar dışında bizzat çalışanları tarafından da dolandırılmaları ya da hatalı işlemler yoluyla zarar ettirilmeleri mümkündür. Bu yüzden Bankadaki idari yapılanmadan, sistemin işleyişine kadar her türlü organizasyon, operasyonel risklere karşı sıkıca denetlemeli, gerekli değişiklik ve önlemler zamanında alınabilmelidir. Bankalar sürekli yeni teknoloji ve sistemler geliştirmelerine karşın banka teftiş kurullarına, polis ve mahkemelere bu türden suistimaller intikal etmektedir. Nitekim dünyada da özellikle Japonya'da örnekleri görülen olaylarda banka görevlilerinin yaptığı hatalı ve riskli işlemler neticesinde oluşan zararların bir kısmı uzun süre fark edilememiş, ancak devasa boyutlara ulaştıktan sonra ortaya çıkarılmıştır.

Risk çeşitleriyle ilgili bu ifadelerimizle özellikle Bankaların, işlemleri yönünden büyük ölçekli finansal risklere maruz bulunduğunu ortaya koymaya çalıştık. Bunun sonucu olarak şunu da eklememizde fayda olacağı kanaatindeyiz. Bu kadar yüksek riskli faaliyet alanları olan bankaların, riskli faaliyetleri oranında fazlaca sermayeye sahip olması beklenir.

1.7.6.1. Katılım Bankalarında Operasyon Riski

Yukarıda ifade edilen operasyonel risklerin hemen tümü katılım bankaları için de geçerlidir. Katılım bankaları bunların yanı sıra hızlı büyüme ve şubeleşme politikalarıyla da operasyonel risklere maruz kalacaktır. Şube yerlerinin seçimi, önceliklerin belirlenmesi vb. seçilen diğer stratejiler başarılı gözükse bile alternatif maliyetleri çok daha yüksek olabilmektedir. Katılım bankaları bir yandan mevduat bankalarının tecrübelerinden faydalanmalı bir yandan ise alternatif stratejiler belirleyebilecek akademik ve uygulamacı çalışma grupları oluşturmalıdır. Özellikle enstrüman çeşitlendirmeye yönelik teknik içerikli (muhasebe ve hukuk düzeni açısından incelemeler) araştırmalar yapmaya yönelik kurullar oluşturulmalıdır.

1.8. SONUÇ

Yukarıda ifade edilen tanımlamalar ve diğer hususlar tüm bankacılık sistemi için geçerli risk çerçevesi olarak ele alınmalıdır. Dolayısıyla katılım bankaları bu riskleri genel olarak dikkate almalı organizasyon yapısı, operasyonel işlemlerini ve iç kontrol yapılarını gerektiğinde güncellemelidir. Aşağı-

da yukarıda ifade edilen riskler için, özellikle katılım bankalarına yönelik altı çizilmesi gereken hususlar sıralanmaya çalışılmıştır.

• Katılım bankaları türev ürünlere çeşitli sebeplerle mesafeli durmuştur. Ancak bu durum katılım bankalarının bilanço yapıları itibariyle hiçbir finansal risk taşımadığı anlamına gelmemektedir. Katılım bankaları kur riskini de barındıracak açık pozisyonlara sıcak bakmadığı bilinmektedir. Ancak katılım bankaları topladığı fonların ortalama vadeleri ve kullandırdıkları fonların ortalama vadelerinin uyumsuzluğuna bağlı olarak diğer bankalar gibi yüksek bir finansal risk taşıyacaktır. Yine olağanüstü durumlarda yaşanabilecek ani fon çekilişlerinin de bir başka risk olduğu ifade edilmelidir. Ancak bahsettiğimiz bu riskin finansal sektör için çok temel bir risk olduğu ve bütün bankacılık kesimi için geçerli olduğunu ifade etmek gerekir. Merkez bankaları ve mevduat sigorta fonlarının bankalar için geçerli olan bu riski minimuma indirmek için faaliyette bulunduğunu hatırlatabiliriz.

• Belli sektörlere yatırım yapan holding bankalarının ve bu arada bir özel finans kurumunun yatırım yaptığı sektördeki ani Pazar daralması sebebiyle zora girip iflasa sürüklendikleri görülmüştür. Pazar riski finansal kurumlar ve katılım bankaları tarafından kredilerde sektör ve borçlu çeşitlemesi yapılarak ortadan kaldırılmaya çalışılır.

• Sabit sermaye yatırımlarında seçtiğiniz makine ve ekipmanın teknolojisinin çabuk eskimesi, ekipmanın yasal amortisman süresi dahi dolmadan yenilenmesi gereğini ortaya çıkarabilmektedir. Bu durum da bir başka teknoloji riski olarak ifade edilecektir. Katılım bankalarının fonladıkları yatırım projeleri ile firmalara sağladıkları makine ekipman ve altyapı yatırımlarında bu riskin yeterince göz önüne alınıp alınmadığı sorgulanabilir. Ancak bu sorgulama pazara ve üretim teknolojisine hâkim kişilerce yapılmalı, işletmelerin yeni yatırımların önünü tamamen kesecek bir şüphe riski halini almamalıdır.

Sabit sermaye yatırımlarında seçtiğiniz makine ve ekipmanın teknolojisinin çabuk eskimesi, ekipmanın yasal amortisman süresi dahi dolmadan yenilenmesi gereğini ortaya çıkarabilmektedir. Bu durum da bir başka teknoloji riski olarak ifade edilecektir. Katılım bankalarının fonladıkları yatırım projeleri ile firmalara sağladıkları makine ekipman ve altyapı yatırımlarında bu riskin yeterince göz önüne alınıp alınmadığı sorgulanabilir. Ancak bu sorgulama pazara ve üretim teknolojisine hâkim kişilerce yapılmalı, işletmelerin yeni yatırımların önünü tamamen kesecek bir şüphe riski halini almamalıdır.

• Katılım bankaları yeni gelişen kurumlar olması sebebiyle yoğun şekilde eleman ihtiyacı içerisinde olan ve bu ihtiyacı büyük oranda mevduat bankalarındaki yetişmiş personeli istihdam ederek ya da tecrübesiz elemanları eğitmek suretiyle karşılayan kurumlardır. Katılım bankalarının operasyon, teftiş, iç kontrol, pazarlama, eğitim hatta üst yönetim vb. birçok departmanında çalışan on binlerce kişinin nasıl bir eğitim sürecinden geçtiği, çalıştığı kurumların yürütmeye çalıştıkları farklılaştırılmış sistemi ne kadar bildikleri ve tanıdıkları, üzerinde durulması gereken bir konudur. Bu çalışanların en üst kademeden, en alt kademeye kadar işe başlatılmadan önce aldıkları yönetim, pazarlama vb. eğitimlerin yanı sıra katılım bankalarının çalışma sistematiğine, hukuki ve muhasebesel sürecine yer verecek şekilde teknik bir eğitimden geçirilmesi bu riski yönetmede faydalı olacaktır.

• Yukarıda risk teriminin bankacılık kesimi işlemleri ile örtüşmesi kısmındaki tanımlamalar klasik bankacılık sisteminde mümkün görülen yüksek miktarlı karların sebebini ve niye risklerle çevreli olduğunu açıklamaya yöneliktir. Bu açıklamalar aynı zamanda finansal piyasalarda yaşanan ve reel sektördeki dengeleri de bozan ani dalgalanmaların nasıl gerçekleştiğine dair temel bilgiyi de vermektedir. Ancak katılım bankalarının ortaya koymaya çalıştığı sistemin tam da bu noktada ortaya koyduğumuz temel riskleri ortadan kaldırmaya çalıştığını, yukarıda bahsettiğimiz ve güvene bağlı olarak fiyatlanan, soyut varlıklar içeren enstrümanları reddederek ya da mutlaka bir somut varlığa bağlanması şartını koşarak riskleri azaltmaya çalıştığını ifade edebiliriz.

• Çalışma sistemindeki farklılık katılım bankalarını faiz riskinden büyük oranda kurtarmaktadır. Ancak şöyle bir riskten bahsedilebilecektir. Faizlerin yükseldiği bir ortamda faiz riskine maruz kalan mevduat bankalarının fon sıkışıklığını gidermek için mevduat faiz oranlarını yükseltmesi sınırlı da olsa katılım bankalarındaki fonların yüksek getiri vadeden bankalara kayması sonucunu getirebilir. Katılım bankalarının sisteme daha fazla entegre olması sonrasında

faize duyarlı olmayan katılım fonu müşterilerinin artması bu tür geçişkenliklere de yol açabilecektir. Çalıştıkları sistem gereği ileriye yönelik herhangi bir kazanç taahhüdüne giremeyen katılım bankalarının ileride açıklanacak likidite riski ile karşılaşması mümkün olabilecektir. Ayrıca katılım bankalarının sayısının artmasıyla oluşacak rekabet ortamı ve katılım bankalarının farklı maliyet yapılarıyla iş görmeye başlamaları durumunda katılım bankaları arasında oluşabilecek büyük getiri farklarının yol açacağı geçişkenlikler de göz önüne alınmalıdır. Bu geçişler için yeterli rezerv bulundurulmaması ya da zamanında önlem alınmaması katılım bankaları arasında benzer bir riskin doğmasına sebep olabilecektir.

• Bilindiği kadarıyla katılım bankaları kur riskine yol açacak açık ya da kapalı pozisyon taşımamaya dikkat etmektedirler. Ancak özellikle dışarıdan çeşitli enstrümanlarla fonlamanın başladığı bir dönemden geçmekteyiz. Ayrıca altına dayalı işlemler giderek daha fazla katılım bankalarının gündemine girmektedir. Farklı para birimlerinde oluşan kur riskinin bir benzeri altına dayalı fonların nakde çevrilerek kredi olarak kullandırımı durumunda da söz konusu olabilir. Kur riski bütün finansal kurumlar için önemli ölçüde gözetilmesi gereken bir risktir.

• Katılım bankaları faize dayalı tahvil ve bonolarla işlem yapmamaktadır. Ancak hisse senetlerine dayalı işlemler yapılabilmektedir. Yine SPK mevzuatına dayalı olarak oluşturulan fonlar katılım bankalarının yetkilendirdiği yöneticiler tarafından yönetilebilmektedir. Kurulan fonların dışında da atıl kalan fonları menkul kıymetler alım satımı yoluyla değerlendirildiği nispette bu risk üstlenilecektir.

• Katılım bankalarının nakit kredi vermemeleri fiktif işlemlere dayalı kredi risklerinden bir nebze uzaklaştırmaktadır. Ancak kredilerde geri ödenmeme ve eksik ödenme risklerinin diğer bankalar gibi katılım bankaları için de geçerli olduğu söylenebilir. Ayrıca sektörel yoğunlaşmaların olması durumunda verilen kredilerdeki geri ödenmeme riski sektör riski ile büyüyebilmektedir. Ayrıca gayrinakdi kredilerdeki artışın da sektör riskleri ile birleştiğinde yıkıcı boyutlara ulaşabileceği dikkate alınmalıdır.



• Likidite riski bütün bankalar için olduğu gibi katılım bankaları için de çok önemli bir tehlike varlığıdır. Hatta interbank piyasasından borçlanma yapmayan katılım bankalarının bu yönüyle daha büyük sıkıntılara düşebileceği düşünülmektedir. Hemen hiçbir finans kuruluşu ani büyük nakit çıkışlarını fonlayacak rezerv para bulundurmamaktadır. Toplanan fonlar ve dağıtılan krediler arasında vade farklarının olması durumunda ise önemli ve mutlak bir likidite riskinin varlığından bahsetmemiz lazımdır. Türkiye'de mevduatların ortalama vadelerinin kredi vadelerine göre düşük olduğu bilinen bir durumdur. Ani çekilişleri önlemek üzere getirilen mevduat garantisi sisteminin kurulan yeni fon ile katılım bankalarını da kapsar hale gelmesi katılım bankalarının bu riskini azalttığından bahsedebiliriz. Yine katıldığımız son toplantılardan edindiğimiz bilgiler doğrultusunda mevduat bankaları gibi gerektiğinde katılım bankalarının fon sağlayabileceği merkez bankası vb. mekanizmaların altyapısı kurulmaya çalışılmaktadır. Böyle bir çalışma likidite riskini azaltacak bir çalışma olarak görülebilir.

Bilindiği kadarıyla katılım bankaları kur riskine yol açacak açık ya da kapalı pozisyon taşımamaya dikkat etmektedirler. Ancak özellikle dışarıdan çeşitli enstrümanlarla fonlamanın başladığı bir dönemden geçmekteyiz. Ayrıca altına dayalı işlemler giderek daha fazla katılım bankalarının gündemine girmektedir. Farklı para birimlerinde oluşan kur riskinin bir benzeri altına dayalı fonların nakde çevrilerek kredi olarak kullandırımı durumunda da söz konusu olabilir. Kur riski bütün finansal kurumlar için önemli ölçüde gözetilmesi gereken bir risktir.



• Operasyonel risklerin hemen tümü katılım bankaları için de geçerlidir. Katılım bankaları bunların yanı sıra hızlı büyüme ve şubeleşme politikalarıyla da operasyonel risklere maruz kalacaktır. Şube yerlerinin seçimi, önceliklerin belirlenmesi vb. seçilen diğer stratejiler başarılı gözükse bile alternatif maliyetleri çok daha yüksek olabilmektedir. Katılım bankaları bir yandan mevduat bankalarının tecrübelerinden faydalanmalı bir yandan ise alternatif stratejiler belirleyebilecek akademik ve uygulamacı çalışma grupları oluşturmalıdır. Özellikle enstrüman çeşitlendirmeye yönelik teknik içerikli (muhasebe ve hukuk düzeni açısından incelemeler) araştırmalar yapmaya yönelik kurullar oluşturulmalıdır.

DİPNOTLAR

1- Elif Karakurt, "Risk Toplumunda Birey", İş, Güç Dergisi, C. 5, S. 2, http://www.isguc.org/arc_view.php?ex=154 (Erişim: Nisan 2004)

2- Timuçin Yalçınkaya ve Esin Özsoy, "Risk Toplumu: Bilgi Toplumunun Evriminde Yeni Boyut", http://www.bilgiyonetimi.org/cm/pages/mkl_gos.php?nt=251 (Erişim: Mayıs 2004)

3- Karakurt, agm.

4- Karakurt, agm.

5- Mustafa Tayar, "HACPP", Ders Notu,http://homepage.uludag.edu.tr/~mtayar/haccp.htm (Erişim: 11 Haziran 2005)

6- Tahir Öngür, "Siyanürle Altın İşletmeciliği ve Halk Sağlığı", http://www.jmo.org.tr/jmogundem/altin/altin_halk.asp (Erişim: 11 Haziran 2005)

7- Karakurt, agm.

8- Tanju Argun, "Risk Yönetimi", http://www.bilgiyonetimi.org/cm/pages/mkl_gos.php?nt= 13, Ocak 1999, (Erişim: Nisan 2004)

9- Şenol Babuşçu, Bankacılıkta Risk Derecelendirmesi (Rating) ve Türk Bankacılık Sektörüne Uygulanması, Sermaye Piyasası Kurulu: 94 nolu Yayın, Ekim 1997, s. 60.

10- Argun, agm.

11- Argun, agm.

12- Babuşçu, s. 59.

13- Argun, agm.

14- Mesut Erez, Bankalar Sistemi ve Devlet Kontrolü, Ankara: Eskişehir Bankası Yayını, 1975, s. 198

15- Nazım Demirtaş, "Bankacılıkta Kredi Değerliliğinin Tespiti ve Kredi Riski Yönetimi" Konulu Yetki Etüdü Raporu, İstanbul: Aralık 2000, s. 46.

16- Targan Ünal, "Düzenleme ve Denetim Kalitesinin Finansal ve Ekonomik Sonuçları, Sürdürülebilirliğe Etkisi", Active Academy 2. Uluslararası Finans Zirvesi - 7. Oturum Açılış Sunumu, İstanbul, 3 Aralık 2004, http://www.iubam.org/zirvemetin.doc Erişim:15.06.2005, s. 2.

17- Erez, s. 198.

18- Babuşçu, s. 74.

19- Babuşçu, s. 74.

20- Pınar Evrim Mandacı, "Türk Bankacılık Sektörünün Taşıdığı Riskler ve Finansal Krizi Aşmada Kullanılan Risk Ölçüm Teknikleri", Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, http://www.sbe.deu.edu.tr/Yayinlar/dergi/2003sayi1PDF/pmandaci.pdf ,Cilt: 5; Sayı: 1; 2003 (Erişim: Mayıs 2004)'den, Ali İhsan Karacan, Bankacılık ve Kriz, Tütünbank Yayınları, 2002, s. 19.

21- Mandacı, s. 71.

22- Mandacı, s. 71.

23- H. Uğur Köylüoğlu, "Risk Yönetimi! Zaman Geçirmeden Neden! Nasıl!", Active Finans, Mart-Nisan 2001, S. 17.

24- Targan Ünal, "Bankacılık Sisteminin Yapısal Sorunları Henüz Çözümlenmiş Değil" , Röportaj - Active Finans Interview 2003, İstanbul, 17-18 Ekim 2003, http://www.iubam.org/F%C4%B0NANS%20R%C3%96PORTAJLARI.pdf, Erişim: 15.06.2005, s. 10.

25- Mandacı, s. 72.

26- Mandacı'dan Karacan, s. 19.

Melikşah Utku ile Söyleşi

"Katılım bankaları alternatif araçlar konusunda çalışıyorlar"



Söyleşi: Serkan Yüksel

Sayın Melikşah Bey, katılım bankalarının işleyişi hususunda bizi bilgilendirebilir misiniz? Katılım bankalarının Türkiye'deki serüveni nasıl başladı? Tarihsel bir değerlendirme yapabilir misiniz?

Dünyada katılım bankacığı 1960'larda başlayan bir süreç. Bu sürece Türkiye de 1985'te dahil oldu. 1983 yılında kanunun çıkması ile birlikte katılım bankalarının Türkiye'de faaliyet göstermesinin önü açıldı. O günden bu yana da hızlı bir şekilde gelişmektedir katılım bankacılığı. Özellikle 1999 yılında başlatılan mevzuat değişikliği ile birlikte hızlı bir şekilde şubeleşerek, katılım bankacılığı genel finans yapısı içinde % 5 - 5,5 arası bir paya sahip oldu. Biz bunun % 10 - 15 düzeyine ulaşabileceğini düşünüyoruz. Ancak dünya ölçeğinde katılım bankacılığında ciddi bir rekabet olduğu da bir gerçek olarak duruyor önümüzde. Bu noktada Türk katılım bankaları teknolojiyi kullanan, müşterisini çok iyi tanıyan ve hizmet anlayışına yönelik çalışmaları ile öne çıkıyor. Fakat bankacılık sektörünün ekonomiye penetrasyonu hâlâ zayıf. Bu sonuca, toplam bankacılık sektörü mevduatlarının GSYİH oranına bakarak veya verilen kredilerin GSYİH oranına bakarak varabiliyoruz. Bu rakamlar Doğu Avrupa ülkelerinin bile gerisinde şu anda. Bu durumun sebepleri var tabii ki. Türkiye'de bankalar, büyük ölçüde kamuyu finansa ediyorlardı. Kamu finansman ihtiyacını azalttıkça bankalar, şirketler ve özel sektöre eğilmeye başladı. Bankacılığın yeni yeni gelişmekte olduğunu söyleyebiliriz. Aynı zamanda geçmişte sık sık yaşanan krizler bankacılık kesiminin kriziydi. Bankacılık sektörüne olan güvenin de zayıflamasına yol açtı bu krizler. Bunlara ek olarak halkımızın belli bir kısmı da faiz endişesi sebebiyle fazla bir rağbet göstermiyor, bu

Özellikle 1999 yılında başlatılan mevzuat değişikliği ile birlikte hızlı bir şekilde şubeleşerek, katılım bankacılığı genel finans yapısı içinde % 5 - 5,5 arası bir paya sahip oldu. Biz bunun % 10 - 15 düzeyine ulaşabileceğini düşünüyoruz.

durumda bankacılığın penetrasyonun düşük olmasında önemli bir etken olarak karşımıza çıkıyor.

Katılım bankalarının önemi büyük. Katılım bankaları şubeleştikçe de ticari bankaların ulaşamadığı kesimlere ulaşabilecek ve finansal ihtiyaçları karşılayacaktır. 2003'ten sonra hızlı katılım bankalarının hızlı büyümesinin altında şubeleşebilmek yatıyor. Mevzuat değişikliği katılım bankalarının hızlı bir şekilde şube açmasına imkân sağladı. Daha öncesinde farklı bir sistem vardı ve şubeleşmenin önünde bir engel olarak karşımıza çıkmaktaydı. Türkiye'de bankacılıktan uzak duran kesime nasıl bankacılık yapıldığının anlatılması gerekiyor bu da ancak şubeler ile gerçekleşebilmektedir. Tasarruf ve finansman alternatiflerinin anlatılması gerekmektedir. Gerekli yanlış anlamalar ortadan kaldırıldıkça ve toplum bilgilendirildikçe bu kesim de giderek katılım bankalarına teveccüh eder oldular.

Türkiye'de katılım bankalarının payı diğer Müslüman ülkelerine nispetle hâlâ daha düşük düzeydedir. Öncelikle ancak 2003'ten sonra büyüyebilme imkânı buldu katılım bankaları. Diğer ülkelerde tasarruf oranları daha yüksek, bu yüzden fon bulabilme imkânları çok daha fazla. Daha akışkan çalışabiliyorlar ve sonuçta daha hızlı büyüyebilme imkânları var. Çok daha geniş bir coğrafyada çalışıyorlar. Başlangıçta katılım bankacılığı farklı kanallarda işledi. Arap körfez ülkelerinde farklı, Uzak Asya'da farklı, mağrip coğrafyasında farklı bir yapı söz konusuydu. Bu durum zamanla, küresek krizin de etkisiyle, değişmeye başladı. Farklı yapılar benzeşme eğilimi göstermeye başladı. Uygulamaların karşılaştırması, daha fazla iletişime geçilmesi ile bütün dünyada ortak standart oluşmaya eğilimine girdi.

Katılım bankaları nasıl işler? Diğer bankalardan farkı nedir?

Esas itibariyle katılım bankaları normal ticari bankalardan farklı şekilde fon topluyorlar. Bu fonları daha farklı biçimde kullandırıyorlar. *Bir ticari bankanın yaptığı şey aslında halktan borçlanmaktır. Mevduat demek, halktan fonlarını belli bir faiz karşılığında almaktır. Fonu daha sonra nasıl kullandığı tasarruf sahibi için önemli değildir. Neticede getiriye bakacaktır. Katılım bankaların bu anlamda borçlanmıyorlar. Tasarrufları emanet alıyorlar, bu tasarrufları yatırıma çevirerek getirisini paylaşıyorlar.* Yani bir getiri taahhüt etme söz konusu değil. Katılım oranı çerçevesinde anlaşılıyor. Eskiden % 20'ye % 80 oranında oluşmaktaydı. 2003'te getirilen yeni düzenleme ile birlikte farklı vadelerde farklı oranlarda paylaşım söz konusu olabiliyor.

Türkiye'de katılım bankalarının payı diğer Müslüman ülkelerine nispetle hâlâ daha düşük düzeydedir. Öncelikle ancak 2003'ten sonra büyüyebilme imkânı buldu katılım bankaları. Diğer ülkelerde tasarruf oranları daha yüksek, bu yüzden fon bulabilme imkânları çok daha fazla.

Bu toplanan fonları ticari banka borç verir. Katılım bankaları ise finansmanı borç vererek yapmazlar. Nakit para ödemesi yapılmaz. Borcunuzu ödemek için maaşları ödemek için, tüketim için katılım bankası size para veremez. Finansman nasıl yapılıyor o zaman? Üç temel yöntem var. Birincisi en yaygın olarak kullanılan yöntem bizim *murabaha* dediğimiz yöntem. Türkiye'de farklı değişik isimlerde de anılıyor murabaha. Üretim desteğinden KOBİ desteğine kadar büyük bir ölçekte fonlama, murabah sistemi üzerinden yapılmaktadır. Katılım bankalarının % 90-95 kredilerini fonlarının murabah sistemleri oluşturmaktadır. Murabaha mantığında katılım bankası müşterinin ihtiyacı olan bir ürünü ve belli standartlara uyan ürünleri müşteri adına satın alarak parayı satıcıya ödüyor ve vadeli olarak müşteriye satıyor. Malın mahiyetini katılım bankası biliyor ve o yüzden finansmanın ne amaçla kullanıldığı banka tarafından bilinmektedir. Araç, işletme hammadde ihtiyacı, makine teçhizat ihtiyacı, arsa ofis ihtiyacı karşılanabilir. Ancak şirketin maaş ödemesi borç kapatması söz konusu olamaz.

İkinci yöntem, *finansal kiralama* yöntemi. Türkiye'de özel bir kanun var. Bu kanun çerçevesinde ticari bankalar finansal kiralama yapamazlar. Finansal kiralama için özel şirketler oluşturmak durumundalar. *Leasing ve kiralama şirketleri* altında bu isimler geçer. Katılım bankaları ise normal banka işlemleri içinde bu işlemleri yapabilirler. Finansal kiralama çok daha büyük bir portföydü geçmişte. Vergi ve teşvik indirimi düzenlemeleri nedeniyle finansal kiralama talebi azalmış durumda. Vergi avantajları ciddi oranda ortadan kalktı. Önceki uygulamalar da ciddi avantajlar sağlamaktaydı. Ürün yeniden satılabilir olması katılım bankaları için avantaj sağlıyordu. Dünyada *sukuk* olarak bilinen kira sertifikalarının altyapısını oluşturmaktadır bu sistem. Finansal kiralamada esas yöntem, elle tutulur malı banka satın alıyor ve size belli bir vade ile anlaşmanız koşullarında size satıyor. Eğer isterseniz ödediğiniz primlerin belli bir aşamasında elle tutulur mala sahip olabilirsiniz. Kiralama yöntemi temelde böyle çalışıyor.

Üçüncü yöntem de *müşaraka*. Kimi zaman da *mudarabaha* olarak karşımıza çıkan *kâr zarar ortaklığı*. Kâr zarar

ortaklığında banka bir projeye, ticari emtianın alım satım projesi olacağı gibi aynı zamanda inşaat projesi de olabilir. Uzun vadeli fonlar olmadığı için genelde kısa vadeli projeye katılım bankası ortak oluyor. Eğer müşteri de belli bir sermaye getiriyor ise *müşaraka* olarak adlandırılıyor. Eğer kendi emeğini getiriyorsa *mudarabaha* deniliyor. Genelde müşterilerin de ortaya bir şey koyması bekleniyor. Kâr zarar projeleri Türkiye'de çok fazla gelişemedi. Dünyada da çok fazla gelişmediğini görüyoruz. Çok çeşitli sebepleri var. Her şeyden önce projenin sıhhati konusunda bankalar bilgi sahibi olamıyorlar ve güven unsuru ortaya çıkıyor. Gidişat ile alakalı doğru takdir yapamayabiliyorlar. Zamanlama kalitesi konusunda bilginin bankada olması zor. Uygulayıcı firmalarda bilgi vardır, ancak banka projenin mahiyetine vakıf değildir. Bilgi asimetrisi dolayısıyla katılım bankalarının girişim iştahı azalıyor. Mevzuat itibari ile katılım yolu ile toplanan fonlardan kullanılamıyor. Proje bittiği zaman fon toptan geliyor. Toptan dağıtmanız gerekiyor. Tesadüfen vadesi dolanlar nasiplenecek, diğerleri nasiplenemeyecek. Böylelikle bankanın özkaynağı oluyor. Her zaman sermaye ayırmak gerekiyor. Sermaye yeterlilik rasyosu belli bir oranda olması gerekiyor. Bu tip projeler çok fazla sermaye istiyor ve uzun vadeli. O açıdan fonu başka kaynaklarda kullanmak bankalar için çok lehte durum oluşturuyor. Bu sebeple dünya genelinde fazla yaygınlık oluşturamadı. Portföy içinde oranı bu açılardan düşük kaldı. Esas itibariyle katılım bankalarının çalışma prensibi böyle. Katılım bankalarında kamuya kredi verilmez genelde. Getirilen krediler doğrudan üretime yönlendirilir. Bu açıdan üretimi teşvik eden bir mekanizma aynı zamanda. Kredi verme açısından bankaya benzediği halde fon toplama açısından don kurumlarına benzemektedir.

Geçen sene itibariyle yeni mevzuat geliştirildi. Türkiye'de yapanlar da Türkiye için yapmıyordu. Son düzenlemelerden sonra Türkiye için de yapılabilecek duruma gelindi. Ama Türkiye'de şirket tahvili piyasası zayıf. Genelde devlet tahvilleri üzerinden yapılıyor kiralama işlemleri. Ancak dünyada durum böyle değil. Sukuklar çok yaygın. Tahvil piyasası olmayan bir yerde sukuk piyasasının da olması beklenemez. Devlet de sukuk kiralamak istiyor ama Hazine'de yapılan çalışmalar henüz sonlandırılamadı.

Sukuk, dünyada çok geniş ölçekte işlem görürken Türkiye'de neden yaygın değil? Tek sorun vergi avantajının kaybolması mı acaba?

Belirli bir mevzuat da yoktu. Geçen sene itibariyle yeni mevzuat geliştirildi. Türkiye'de yapanlar da Türkiye için yapmıyordu. Son düzenlemelerden sonra Türkiye için de yapılabilecek duruma gelindi. Ama Türkiye'de şirket tahvili piyasası zayıf. Genelde devlet tahvilleri üzerinden yapılıyor kiralama işlemleri. Ancak dünyada durum böyle değil. Sukuklar çok yaygın. Tahvil piyasası olmayan bir yerde sukuk piyasasının da olması beklenemez. Devlet de sukuk kiralamak istiyor ama Hazine'de yapılan çalışmalar henüz sonlandırılamadı.

Farklı yapı daha farklı alternatiflere dönüştürülebilir aslında. Faizden çekinen ciddi bir kesim var ve bu kesim birikimlerini yastık altında saklamayı tercih ediyor. Sanki kullanılamayan bir potansiyel var mı acaba?

Katılım bankaları alternatif aletler konusunda çalışıyorlar. Temel amaç faizsiz finansman olunca kurgulamak daha zor oluyor. Yani yeni ürün çıkarılır, bu kolaydır; ancak faizsizlik ilkesini ihlal etmemek devreye girince çekinceler oluşuyor. Şüpheli duran başka ülkelerde kullanılan ürünlere Türkiye'de girilmedi. Bu konuda ancak bizim de çok eksiğimiz var. Diğer ülkelerde katılım bankacılığına dair enstitüler var. Tamamen bu işe odaklı bilim adamları var. Hukuk ve fıkıh açısından çalışan insanlar yetişiyor. Türkiye'de yaygın çalışmalar gerçekleşmiyor henüz. Hem üniversitelerde hem de araştırmalar son zamanlarda artmaya başladı. Bunların da yavaş yavaş katkısını görüyoruz. Dil ciddi bir sıkıntı bizim için. Arapça ve İngilizce bilen insan sayısı oldukça az. Az sayıda dil bilen insan çok işe karışmak zorunda kalıyor. Ancak yeni nesil dil konusunda daha avantajlı ve esnek. Zamanla tecrübe birikimi oluştuğunda, ürün gamı konusunda çok ciddi sayıda alternatif oluşacaktır. Tecrübe bilgisiyle birlikte ürün gamı artacak ve yastık altı paranın faizsizlik ilkesiyle ülkeye kazandırılacaktır.

Uzun vadeli finansman imkânları nelerdir KOBİ'ler için? Bu amaç ile uygulamaya geçmiş projeleriniz var mı acaba?

Dünyada ürün gamı daha geniş aslında Türkiye'ye nazaran. Körfezde altyapı finansmanı sağlanabiliyor. Çok uzun vadeli

olabiliyor, ikinci olarak getirisi yok. Altyapıdan para kazanma imkânı yoktur. İnşaattan, ticaretten para kazanılabilir ama altyapıdan kazanmak çok zordur. Altyapı bono ihraçları ile gerçekleştirilebilir bu. Devlet ve özel sektör ortaklık kurarak bir arada çalışır. Hizmeti devlet sağlıyor ve ortada elle tutulabilir bir ürün var. Hizmeti devlet satın alacağı için faizsizlik ilkesi açısından bir sıkıntı yok. Böyle mekanizmalar kurarak sukuk ihraç yapılabilir. *İstisna* denilen altyapı finansman yöntemi de vardır. Söz konusu *istisna* yöntemine Körfez bölgesinde sıkça karşılaşabiliyoruz. Ancak Körfez ülkeleri Türkiye arasındaki temel fark, Körfez ülkelerinde yüksek oranda tasarruf var. Sadece mevduat ya da katılım hesabına değil aynı zamanda bu tip ürünlere de yatırım yapıyorlar. Yani böyle bir ürün ihraç edildiği zaman alıcısı var. Böyle bir ürün ortaya çıkardığınızda alıcısı olması gerekiyor. Piyasası da oluşması gerekiyor. Gerekli mevzuat düzenlemeleri yapılması gerekiyor. Aynı zamanda ikinci el borsaların da sağlanması gerekiyor. Ancak bu koşullar altında sürdürülebilir finansman tekniği olarak karşımıza çıkabilir. Bu tip projelere Türkiye ısınmaya başladı. Zaman içerisinde bu ürünler yurtiçi piyasalarda ve yurtdışı piyasalarda sağlanacaktır.

Katılım bankalarına karşı çekinceler var, tanıtmak adına çalışmalarınız var mı? Diğer katılım bankaları ile iletişiminiz ne düzeyde?

Şu anda Türkiye'de 4 tane katılım bankası var. Bunlar Körfez sermayesi ile kurulmuş durumda. Zaten Körfez sermayesi ile kurulmuş durumdalar. Körfez'den sermaye gelmesi sadece birkaç yatırımcının gelip yatırım yapmasıyla olmuyor. Sermaye güvene dayalı hareket eder. Türkiye ekonomisinde istikrar sadece son 10 yıl içinde sağlandı. Bununla birlikte Körfez sermayesi gelmeye başladı. İkinci olarak kültürel yakınlaşması ve kamu fonlarının Türkiye'de yatırım yapar hale gelmesi gerekiyor. Bu ise mevzuat benzeşmesi gibi uygulamalar ile mümkün olur. Üçüncü olarak körfez bölgesindeki paralar hep dolara endeksli bu açıdan kurlardaki oynamalara çok alışkın değiller. Türk lirası ciddi oynamalar yaşadı. Bu risk sıkıntı yaratıyor. Kur istikrarı büyük ölçüde sağlandı. Kurlarda tahammül edilemez değişmeler olmuyor artık o açıdan bu yakınlaşmanın yaygınlaşacağını düşünüyorum. Körfez'den sermaye getirme noktasında katılım bankacılığının önemli rol oynayacağını düşünüyorum. Belki daha da önemlisi katılım bankalarının oradaki etkinliği sayesinde Ortadoğu ve Kuzey Afrika ticaret ilişkilerinin artmasını sağlayacaktır. Katılım bankalarının bu bölgede muhaberatı güçlü. Bu vesile ile destek olacaktır. Başka bankalar Arap Baharı'ndan korkarken bizim öyle bir durumumuz olmadı. Gir çık yapmaktan daha derin bir bağımız vardı.

Şu anda Türkiye'de 4 tane katılım bankası var. Bunlar Körfez sermayesi ile kurulmuş durumda. Zaten Körfez sermayesi ile kurulmuş durumdalar. Körfez'den sermaye gelmesi sadece birkaç yatırımcının gelip yatırım yapmasıyla olmuyor. Sermaye güvene dayalı hareket eder. Türkiye ekonomisinde istikrar sadece son 10 yıl içinde sağlandı. Bununla birlikte Körfez sermayesi gelmeye başladı. İkinci olarak kültürel yakınlaşması ve kamu fonlarının Türkiye'de yatırım yapar hale gelmesi gerekiyor. Bu ise mevzuat benzeşmesi gibi uygulamalar ile mümkün olur.

Derivative piyasalarına bakış açınız nedir? Türkiye'de katılım bankalarında bu piyasa olabilir mi?

Bu konuda tartışmalar henüz bitmiş değil. Bizatihi enstrümanın kendisinde faizsizlik ilkesi açısından bir problem var mı, ya da amacı itibari ile problem arz eden durum var mı? Yapısal açıdan bir problem arz etmeyebilir ama araç olarak problemli olabilir. Eğer faizsizlik ile prensiplere yapısı gereği uygun olsa bile amacından dolayı uygulamaya alınmayabilir. Türev piyasalar bu açıdan endişe uyandırıyor. Bildiğiniz üzere son yaşadığımız krizde karmaşık yapılı türev enstrümanlar etkin rol aldı.

Türev piyasalarını tamamen de dışlayamayız. İkincil piyasalar her zaman için birincil piyasalardan daha büyüktür. Şöyle düşünün: Bir araç satın alıyorsunuz, o aracı sonra tekrar satıyorsunuz ve ondan sonra 4-5 defa el değiştiriyorlar. Tabiatıyla ikinci el piyasalarda işlem hacmi birinci el piyasalardan çok daha fazla olacaktır. Dayanıklı mallarda her zaman ikincil piyasalar çok daha büyük hacim yaratır. Hisse senetleri dayanıklı maldır. Şirket olarak halka arzda sermaye girişi yapılıyor ama işlem hacmi yaratacaktır. Spekülasyon manipülasyon amaçları likidite amacını geçiyorsa denetleyici ve düzenleyici mekanizmalar ile amacı daha doğru kullandırabiliyor muyum, diye düşünülmeli. Türev piyasaları aslında riski dağıtmak için icat edilmiş yapılar. Bizatihi kendilerinde etik olmayan unsurlar olmayabilir. Faizsiz enstrümanlara uygunsuz durum olmayabilir ancak hangi amaçla ortaya çıkarıldığına da bakmak lazım. Mesela "hedging" enstrümanları.

Türkiye'de finansman açısından en temel problemlerden biri fon kaynaklarının vadesinin çok kısa olmasıdır. Bugün ortalama mevduatın vadesi 2 aydır. Birçok kişi aylık kullanır. Ortalama vadesi 2 aylık fon kaynağım var ve KOBİ'ler 6 yıllık finansman istiyor. Bir bankanın bunu yönetebilmesi mümkün değil. Bankalar genelde likidite riskinden batar. Ya geri isteyecek parayı ki bu durumda şirketler batacak ya da Merkez Bankası'nın kapısını çalıp borç para isteyecek. Dünyada olan buydu. Bankanın önünde parasını çekmek isteyenler kuyruk oldu. Bankalar da ya Merkez Bankası'na gitmek durumunda ya da şirketlerden parasını geri istemek durumunda kaldı. Sonuçta kriz oldu. Bu durum ekonomiyi illa ki kötü etkiliyor. Toplanan fonların vadeleri kısa ise finansman da kısa vadeli oluyor maalesef

Örnek verecek olursak, mesele VOB'da ihracat yapılacak bir fiyata anlaşılmış ama siparişi aldıktan sonra paranı gelişi ay sonra olacak. 6 ay içinde kur farkı zarar yaratabilir. Banka ya da tam tersi işlem yapmak isteyen biriyle anlaşılmış bir ücretten döviz alıyorsunuz. Bu aslında riski azaltan bir şeydir. Bu anlamda fetvası verilmiş bir sürü ürün geliştirildi farklı coğrafyalarda. Örnek olarak opsiyon bu sözleşmeyi alma satma hakkı veriyor yatırımcıya. Ama siz alma hakkını kullanarak bir işlem gerçekleştirmeden kâr amacıyla kullanırsanız problemler başlıyor. Birine izin verip diğerini engellemek mevzuat açısından da kolay değil. Takip açısından kolay olmayabilir. Bu noktada sınırları doğru belirlemek gerekiyor. Belki katılım bankaları da bu süreçleri deneye yanıla öğrenecek. Amaca ve yapıya bakarak denetleme mekanizması uygulanabilir.

Uzun proje finansmanında katılım bankalarının rolü noktasında bilgilendirebilir misiniz?

Türkiye'de finansman açısından en temel problemlerden biri fon kaynaklarının vadesinin çok kısa olmasıdır. Bugün ortalama mevduatın vadesi 2 aydır. Birçok kişi aylık kullanır. Ortalama vadesi 2 aylık fon kaynağım var ve KOBİ'ler 6 yıllık finansman istiyor. Bir bankanın bunu yönetebilmesi mümkün değil. Bankalar genelde likidite riskinden batar. Ya geri isteyecek parayı ki bu durumda şirketler batacak ya da Merkez Bankası'nın kapısını çalıp borç para isteyecek. Dünyada olan buydu. Bankanın önünde parasını çekmek isteyenler kuyruk oldu. Bankalar da ya Merkez Bankası'na gitmek durumunda ya da şirketlerden parasını geri istemek durumunda kaldı. Sonuçta kriz oldu. Bu durum ekonomiyi illa ki kötü etkiliyor. Toplanan fonların vadeleri kısa ise finansman da kısa vadeli oluyor maalesef. Bu durumda yapılabilecek olanlar nedir? Birincisi, verdiğiniz krediyi *menkulleştirebiliyorsanız* o zaman döndürebilirsiniz. Bu zamanda da türev enstrümanları ortaya çıkıyor. Hiçbir yöntem kusursuz işlemiyor. Her getirilen çözüm bir risk taşıyor. Menkulleştirme bir yöntemdir. İkincisi daha *uzun vadede fon toplayabildiğiniz zaman* banka müşterilerine kullandırabilir olmanız gerekiyor. Bunu kısmen yapmaya çalışıyoruz. Yurtdışından finansman alıp bir yıllık kullandırmaya çalışıyoruz. Üçüncüsü de *teşviklerin* olması gerekiyor. Yani mevzuat yapısının uzun vadeli tasarrufu teşvik etmesi gerekiyor. Vergiler ile bu sağlanabilir. Uzun vadeli gelire daha düşük stopaj. *Merkez Bankası bunu para politikası sebebiyle yapmış oldu bir yerde. Dedi ki devlet, bankalar topladıkları tasarrufların belirli bir kısmını Merkez Bankası'nda tutmak zorunda. Buna munzam oranı diyoruz. Şimdi Merkez Bankası 2010 sonunda kısa vadede 12, uzun vadede 6'da bıraktı. Böyle olunca uzun vadeli fonun maliyeti düşüyor. Eskiden böyle bir teşvik yoktu. Ama munzamın değiştirilmesiyle otomatikman böyle bir mekanizma ortaya çıktı.* Bu değişiklik ile birlikte vade yapısı ortalama 2 aylardan 4 aylara çıktı. Ancak bu kadar; sadece iki ay. Tabii tasarruf bankacılık sistemine olan güvenin artmasıyla oluşabilecek bir şey.

Alternatif fon kaynağı sendikasyonla sağlanabilir, ancak onlar da 1-2 yıllık vadeler ile sağlanabiliyor. Tahvil ihracı 5 yıllık olabiliyor. Bu piyasalar sığ aynı zamanda dünyada finans sektörü iyi durumda değil sendikasyon yapmaya kalksanız kiminle yapacaksınız. Yeterli vade ve miktar oluşturulamıyor. Kısa vadede KOBİ'lere uzun vadeli finansman kolay gözükmüyor. Bu anlamda İMKB'nin doğru bir adım attığını düşünüyorum KOBİ pazarı oluşturarak. Eğer güzel bir yatırımcı kitlesi oluşturulabilirse ekonomiye ciddi katkı sağlayacaktır. O bakımdan KOBİ pazarı gibi alanların değerlendirilmesi gerektiğini düşünüyorum. Ekonomi güçlendikçe ve kaynaklar arttıkça vade sıkıntısı ortadan kalkar ve finansman vadeleri uzar diye düşünüyorum.

Murat Boylu

Integra CS Danışmanlık

Girişim Sermayesi



Girişim sermayesi, yüzyıllardır süregelen bir yatırım şeklidir. Avrupalı kâşiflerin; özellikle, İngiliz, İtalyan, Portekiz ve İspanya kökenli olup, denizler üzerinden daha kısa ticaret yolları bulmak, yeni kıtalar keşfetmek, ticari ürünlere ulaşmak, krallıkların sınırlarını büyütmek için düzenledikleri seferleri finanse etmek üzere ya kendi sermayelerini ya da finans gücü yüksek kişilerin pay ve maddi beklentiler karşılığında sağladıkları maddi kaynaklar ile düzenlenirdi. Krallıklar ve Vatikan da tabii ki maddi kaynaklar sağlayanların başında gelmekteydiler.

19. yüzyılın ortalarında, teknolojik gelişim arayışında olan birçok bilim adamının ve araştırmacı ruha sahip şahısların keşiflerini ticari anlamda kullanmak amacıyla, buluşları ve bunlara ait patentleri satın almak için uğraşan birçok özel sermayedar bulunuyordu.

Küreselleşme sayesinde sermayenin dünya üzerinde serbest dolaşımının rahat bir şekilde yapılabiliyor olması günümüzde bu yatırımları, yatırımcılar açısından daha cazip kılmakta. Zira sermayenin serbest dolaşımının yanı sıra internet üzerinden, bu iş üzerinde uzmanlaşmış kişiler ve

Girişim sermayesi, yüzyıllardır süregelen bir yatırım şeklidir. Avrupalı kâşiflerin; özellikle, İngiliz, İtalyan, Portekiz ve İspanya kökenli olup, denizler üzerinden daha kısa ticaret yolları bulmak, yeni kıtalar keşfetmek, ticari ürünlere ulaşmak, krallıkların sınırlarını büyütmek için düzenledikleri seferleri finanse etmek üzere ya kendi sermayelerini ya da finans gücü yüksek kişilerin pay ve maddi beklentiler karşılığında sağladıkları maddi kaynaklar ile düzenlenirdi. Krallıklar ve Vatikan da tabii ki maddi kaynaklar sağlayanların başında gelmekteydiler.

kurumsal yapılı şirketler aracılığı ile bilginin de serbest ve her an ulaşılabilir olmasından dolayı son derece organize ve detaylı bir şekilde yürütülebilmekte.

Girişim sermayesi sağlayan yatırımcılar için gelecek vaat eden, elinde teknolojik bir buluş veya patent sayesinde potansiyel olarak yüksek rekabet gücü bulunduran, hali hazırda bir ürün portföyüne sahip, kendi sektöründe pozisyonlanmış şirketleri satın almak veya bu şirketlere finans kaynakları sağlayarak sermayelerine ortak olmak, bir yatırım olarak değerlendirilebilir.

Bu tür yatırımcı profili ve yatırımlar tarihçesi sebebiyle batı dünyasında daha yoğun görülmekte ve uygulanmaktadır. Genel olarak bu tür sermaye yatırımcılarışirketeri satın alır ve kısa sürede değerlerini artırmaya çalışırlar.

Dünya piyasalarındaki dönemsel iniş ve çıkışlar, ekonomik ve jeopolitik nedenlere dayalı resesyon ve kriz beklentilerinin yarattığı tedirginlikler, küresel aktif olan yatırımcıları organize piyasaların dışında alternatif yatırım arayışına ve araçlarına yönlendirmekte. Bu durum aslına bakıldığında çok uzun bir süredir ticaretin içinde yer almaktadır. Endüstriyalizmin başladığı andan bugüne kadar, özellikle İkinci Dünya Savaşı'ndan sonraki dönemlerde, kişisel yatırım arayışları ve girişim sermayesi ile yatırımlar süre gelmiştir.

Eleştirmenlerin nazarında söz konusu yatırım fırsatlarını değerlendiren yatırımcılar, öncelikle şirketleri belirler, bunları satın alıp veya ortak olup, elde etmeyi planladıkları kâr ve gelirlere ulaşmak için, ilk etapta işçi çıkarırlar, maaşları indirirler, sosyal katkıları keserler ve bu gibi yöntemlerle şirket değerini artırmaya çalışırlar. Lakin bu yatırımcıların sayesinde bu şirketler sermayesi sağlayabilirler, ürünlerini farklı pazarlara sunabilirler, bu sayede de ulusal ve uluslar arası pazarlarda rakip firmalar ile mücadele edebilir duruma gelirler. Dolayısıyla söz konusu yatırımcıların ana stratejileri şirketleri satın alıp küçültmek veya parçalamak olarak değerlendirilmemelidir; bunun aksine sağlanan sermaye sayesinde inovasyonlar ve şirketin büyümesi desteklenerek istihdam olanakları sağlamlaştırılabilir, ilave işyerleri oluşturulabilir, vs.

Birbiriyle çelişen bu konu nasıl yorumlanmalı?

Birbiriyle çelişen bakış açısı hakkında birçok şirketin de katıldığı empirik araştırmalar yapılmıştır. Fakat bugüne kadar girişim sermayesinin (*private equity*) ekonomiye olan katkı ve etkisini bilimsel açıdan değerlendiren ve temsil eden bir çalşma yapılmamıştır. Elde bulunan örnekler ise girişim sermayesi sağlayan fon şirketlerinin kendi tecrübelerini içermektedir ve dolayısıyla genel geçerli değildir. Temsili bir değerlendirme elde etmek için çok sayıda girişim sermayesi fonunu (private equity fonu) kapsayan ve bu girişimcilerin tüm yatırım portföylerini içeren bir araştırma yapılması durumunda etkiler ortaya çıkarılabilir.

Girişim sermayesi sağlayan yatırımcılar için gelecek vaat eden, elinde teknolojik bir buluş veya patent sayesinde potansiyel olarak yüksek rekabet gücü bulunduran, hali hazırda bir ürün portföyüne sahip, kendi sektöründe pozisyonlanmış şirketleri satın almak veya bu şirketlere finans kaynakları sağlayarak sermayelerine ortak olmak, bir yatırım olarak değerlendirilebilir.

Girişim sermayesi üzerinde yapılacak kapsamlı bir araştırma tüm ekonominin yararlanacağı bir kaynak niteliği elde edenilir. Bu durumda uluslararası yatırımcıların yanı sıra ulusal yatırımcıların da bu tür yatırımlara yönelmesini teşvik edebilir.

Gerçekte girişim sermayesi toplumda çok net olarak bilinmemektedir. Küresel açıdan bakıldığında birçok ülkede private equity yatırımları gerçekleştirilmesine rağmen ülkemizdeki az yaygın olduğu görülmektedir.

Ülkemizde private equity olarak yatırım yapılabilecek birçok sektör ve şirketler bulunmaktadır. Bu tür bir finansman



Ülkemizde private equity olarak yatırım yapılabilecek birçok sektör ve şirketler bulunmaktadır. Bu tür bir finansman şekli biraz da yatırımcı ve şirket sahiplerinin mentalitesi ile alakalı olduğu düşünülmelidir. Zira belli bir aşamada bulunan şirketler kendine bir ortak alarak yeni bir sermayedara bağlı olmayı istemeyip, fırsatları kendi gücü ile değerlendirip, bir anlamda "kendi yağında kavrulmak" istemektedir.

şekli biraz da yatırımcı ve şirket sahiplerinin mentalitesi ile alakalı olduğu düşünülmelidir. Zira belli bir aşamada bulunan şirketler kendine bir ortak alarak yeni bir sermayedara bağlı olmayı istemeyip, fırsatları kendi gücü ile değerlendirip, bir anlamda "kendi yağında kavrulmak" istemektedir. Fakat küresel rekabet gücünü artırmak, daha kaliteli bir ürün ve hizmet sunmak için önümüzdeki yıllarda bu tür finansmanların öneminin artacağı kaçınılmaz olacaktır. Küresel pazarlarda güçlü rekabet yapabilmek için sağlam bir sermaye yapısına sahip olmak gereklidir.

Ülkemizde son on yıldaki gelişmeler dikkate alındığında ciddi sayıda şirketin faaliyete geçtiğini ve mevcut şirketlerinde küresel piyasalarda etkili olmaya başladığı görülebilir.

Finans Yatırımcılarının Hedefleri ve Davranışları

Sermaye Sahipleri Kimlerdir?

Girişim sermayesi sağlayan yatırımcılar arasında emeklilik sandıkları, vakıflar, sigorta şirketleri, üyelerinin ve mensuplarının birikimlerini toplama ve yönetme yetkisi olan kurum ve kuruluşlar bulunmaktadır. Zira belirtilen bu kuruluşların elindeki sermayesini kârlı ve gelir getirecek şekilde yönlendirmeleri gerekmektedir.

Finans Kaynakları Hangi Piyasalar Üzerinden Sağlanır?

Finans piyasaları şirketlerin finansman ihtiyaçlarını karşılamak üzere farklı imkânlar sunar. Literatürde organize olmuş veya serbest finans piyasaları ve organize olmamış veya özel yatırımcılardan oluşan piyasalardan bahsedilir.

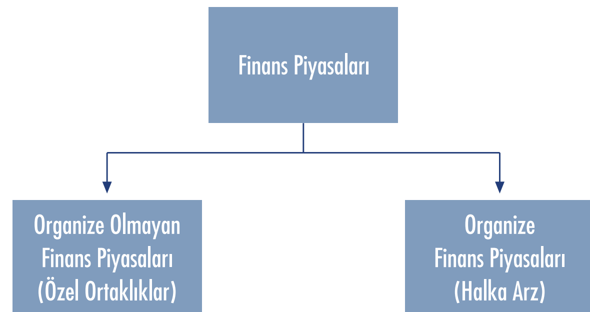
Organize olmuş veya serbest finans piyasalarından bahsedildiğinde kendini ispatlamış borsalar akla gelir. Örneğin NYSE, Deutsche Börse, İMKB, NASDAQ gibi. Organize olmamış veya özel yatırımcılardan oluşan finans piyasasından bahsedildiğinde ise borsaların dışında meydana gelen tüm ortaklıklar kastedilmektedir.

Gerekli finans kaynaklarını sağlamak amacıyla farklı yöntemler seçilebilir:

Halka Arz (*Public Equity*): Bu yöntemle finansman sağlanması durumunda şirketler ilgili finans kuruluşları aracılığı ile borsanın öngördüğü kriterler çerçevesinde şirket paylarının bir kısmını veya tümünü halka arz ederek (IPO – *Initial Public Offering*) anonim yatırım ortaklar üzerinden (hisse senetlerinin borsa üzerinden satın alınması yöntemi) öz sermaye finansmanı sağlayabilirler.

Girişim Sermayesi (*Private Equity*): Bu yöntem ise genellikle herhangi bir borsaya kotasyonu olmayan, organize olmamış finans piyasalarının haricinden öz sermaye finansmanı ihtiyaçlarının sağlanması anlaşılmaktadır. Private equity yatırımlarından bahsedildiğinde genellikle Venture Capital yatrımlarından da söz edilir ve günlük konuşmalarda iki terim de aynı şey olarak anlaşılmaktadır, fakat özünde Venture Capital farklı bir yatırımı kapsar.

Risk Sermayesi (*Venture Capital*): Private Equity olarak tanımlanan alanın sadece bir bölümünü teşkil eder. Özellikle yeni kurulan ve ileri teknoloji sektöründe faaliyet gösteren firmaların kuruluş, geliştirme ve şirketin ilk geliştirmelerini yapması için sunulan bir yatırım şeklidir.



Resim 1: Finans piyasalarında sermaye sağlama yöntemleri

Şirketlerin finans gereksinimi karşılamak için farklı fazlar bulunmaktadır. Risk sermayesi (Venture Capital) şirketlerin kuruluş ve ilk aşamalarında finans kaynağı sağlarken Private Equity şirketlerin hayat döngüsünün her anında mümkündür. Burada şirketlerin faaliyetalanlarının her biri potansiyel bir finans yatırım alanıdır.

Şirketlerin Yatırım Fazları:

• Hazırlık Fazı (*Seed Phase*): Bir işletme faaliyeti konsepti olarak hazırlanmış yenilikçi bir düşüncenin değerlendirilebilir bir sonuca ve daha da ötesinde bir prototip çalışma aşamasına kadar olan sürede kullanılacak finansmanın sağlanması.

• Başlama Fazı (*Start up Phase*): Kuruluş aşamasında bulunanveya kısa bir süre önce kurulmuş olup henüz ürünlerini pazarda geniş ölçekte pazarlamaya başlamamış olan şirketlerin finansman ihtiyacının sağlanması.

• Büyüme Fazı (*Expansions Phase*): Şirketlerin üretim kapasitelerinin artırılmasında, ürün yelpazesinin genişletilmesinde ve farklı pazarlara açılmak üzere sağlanan finansman.

• Köprü Fazı (*Bridge Phase*): Halka arz olmak üzere olan firmaların öz sermaye oranlarını yükseltmek için sağlanan finansman.

• Kaldıraçlı Satın Alma Fazı (*Leveraged Buy out*, *LBO*): Devralınmak istenen şirketlerin dış finans kaynaklarıyla finanse edilmesi için sağlanan finansman.

• Yeniden Yapılandırma Fazı (*Turn around*): Şirketlerin yeniden yapılanması, mali sıkıntılardan kurtarmak ve olumlu bir gelişim sağlamak için sağlanan finansman.

• İkâme Fazı (*Replacement*): Eski sermayedarların hisselerinin devralınması veya satın alınması için sağlanan finansman.

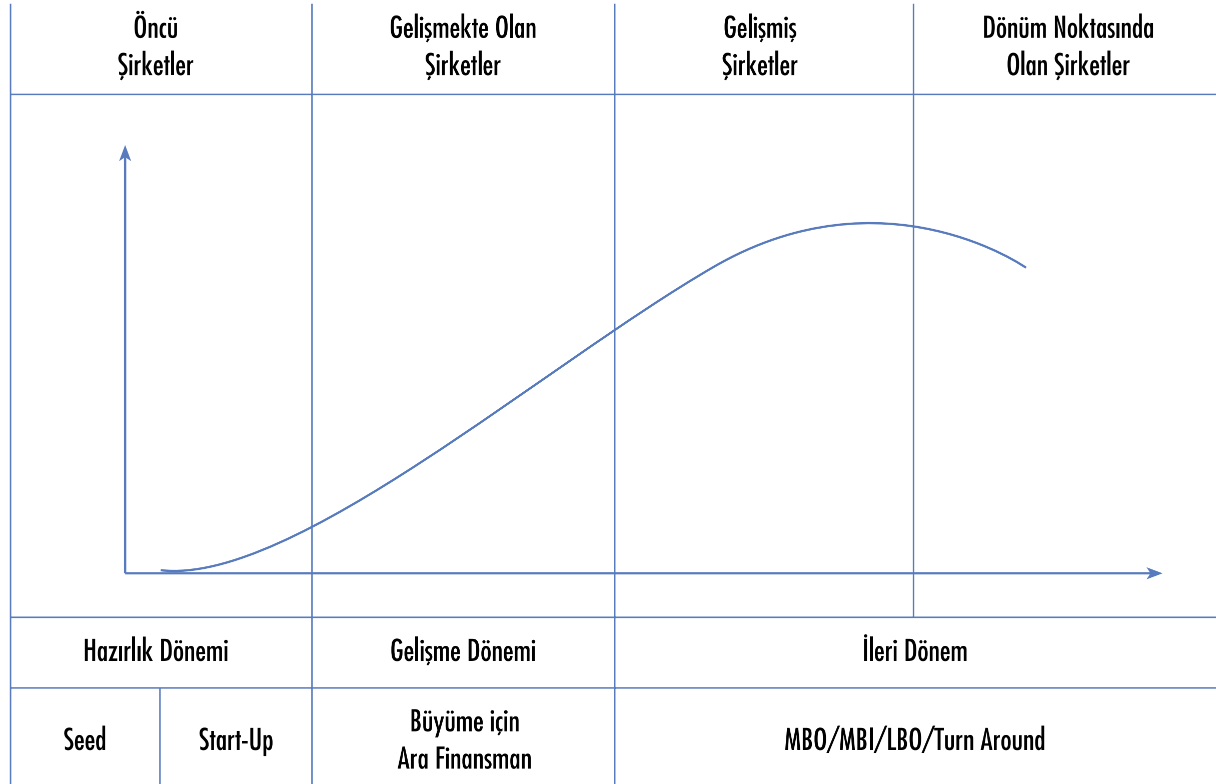
• Yönetimin Satın Alma Fazı (*MBO/MBI*): Mevcut bir şirketin yöneticileri tarafında satın alınması veya pay sahibi olması için sağlanan finansman.

Aşağıdaki resimde farklı finansman fazları şema olarak gösterilmiştir.

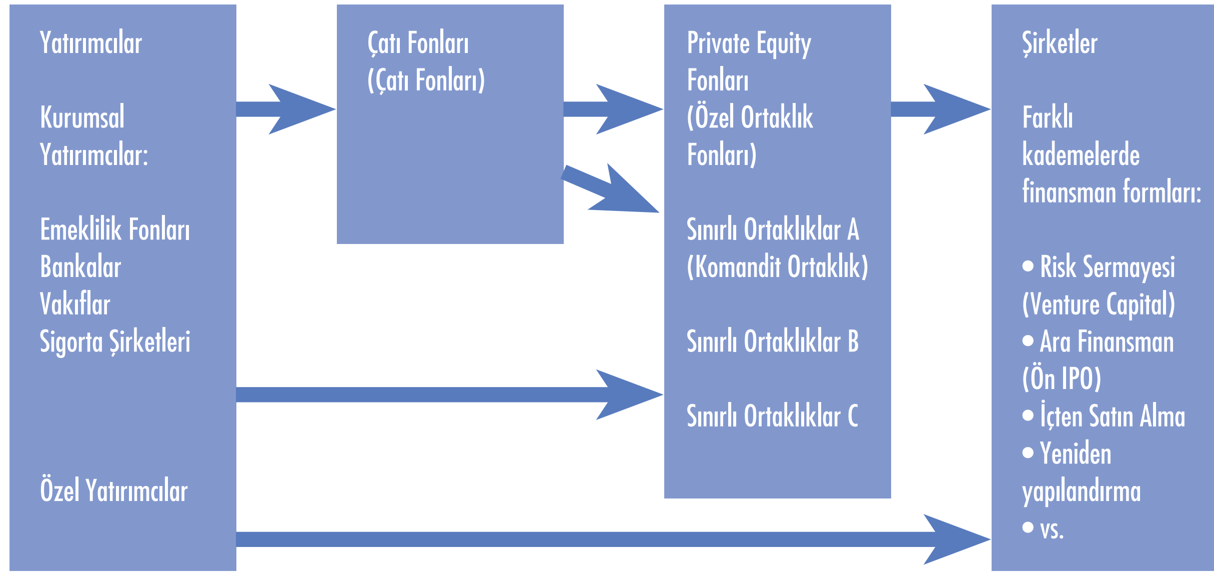
Yatırımcı açısından bakıldığında girişim sermayesi yatırımı tipik olarak üçe ayrılabilir:

• Direkt yatırım
• Bir Private Equity fonu üzerinden yatırım
• Bir çatı fonu (birçok fonu içinde barındıran fon - Fund of Funds) üzerinden yatırım

Girişim sermayesi direkt olarak yapılması durumunda aracı görevi yapan finans kuruluşu ortadan kalkmaktadır. Fakat



Resim 2: Şirketlerin finansman ihtiyaç fazları



Resim 3: Private Equity yatırım şekilleri

bu tip yatırım şekli genelde nadiren görülür, çünkü bir yatırımcının büyük bir iş yükü ile karşı karşıya kalmasına sebep olmaktadır ve ayrıca yatırımcının üzerine aldığı finans riskinin paylaştırılması mümkün değildir.

Dolayısıyla bir yatırım gerçekleştiği anda risk dağılımı olmayacaktır; yatırımcı doğrudan riskle karşı karşıyadır. Direkt yatırım yapmakyerine,yatırımcı bir girişim sermayesi fonu üzerinden finans riskini dağıtma imkânını elde eder. Genelde bu tür bir fon "sınırlı sorumlu firmalar – komandit şirketler veya limited şirketler" olarak hareket ederler.

Yatırımcılar bu formdaki "girişim sermayesi fonlarının" *sınırlı sorumlu ortağı*, yatırım yöneticileri de yatırım ortağı olarak rol alırlar.

Yatırım yöneticileri temel olarak yatırımları şekillendirirler ve yatırım portföyünüden sorumludurlar.

Yatırımcıların yapacağı ise bu kapsamda sadece kendine uygun bir fonun seçimi için gerekli bilgileri toplamaktan ibarettir.

Seçim aşamasındaki en önemli kriter fon şirketinin sağlamış olduğu geçmişteki başarı performansıdır (*track record*). Yurtdışında faaliyette olan fon şirketlerinin genel yapısı cazibesi nedeniyle limited şirket olarak seçilmektedir.

Çatı fonlarında yatırımlar benzer bir şekilde gerçekleşmektedir, fakat çatı fonunun temel özelliği, sadece bir fon üzerinden değil, kendi bünyesinde barındırdığı birçok fon şirketleri üzerinden yatırımları daha geniş bir portföye dağıtmasıdır. Bu da, bir yatırımcı açısından bakıldığında yatırımlardaki risk faktörünün azami seviyeye çıkarılması ile eş anlamlıdır.

Finans Yatırımcısı Kimdir?

Yukarıda aktarılan bilgiler doğrultusunda basit ve net bir cevap verilebilir:

En kapsamlı şekliyle, organize finans piyasalarının haricinde risk sermayesi (Venture Capital) ve/veya girişim sermayesi sağlayan şahıslara finans yatırımcısı denir.

"Yatırımcıların" düşüncelerini ve davranışlarını doğru anlamak için temel farkları açık ve net bir şekilde orataya koymak gerekmektedir: Şimdiye kadar bahsedilen girişim sermayesi fonu ve finans yatrımcıları yasal olarak birbirinden bağımsız şirketlerdir.

Girişim sermayesi fonunun tek bir amacı ve görevi vardır, bu da fona yatırım yapan şahısların belli bir zaman için kullanılmak üzere sağladıkları sermayenin yönetilmesidir.

Finans yatırımcısı ise fon şirketi adına çalışır ve aynı zamanda danışmanlık görevini yürütür. Fon şirketlerinin

Seçim aşamasındaki en önemli kriter fon şirketinin sağlamış olduğu geçmişteki başarı performansıdır (track record). Yurtdışında faaliyette olan fon şirketlerinin genel yapısı cazibesi nedeniyle limited şirket olarak seçilmektedir.

Finans yatırımcıları ise şirketlerin gelişmesi, güçlenmesi ve bu gelişmelerden kazanç elde etmek üzere yatırımlarını yapmaktadırlar.

yapısı, yatırımcıların gelecekte elde edecekleri kazançları vergisel anlamda en ideal şekilde kullanmak üzere yapılandırılır. Yatırımcıların farklı ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla sıklıkla farklı ülkelerde ve farklı yasal uygulamaların bulunduğu ülkelerde şirketler (Off-Shore firmaları) kurulmaktadır. Finans yatırımcısı gerçekleştirdiği yatırımlardan elde ettiği kârdan hariç fon şirketinden de belli bir ücret alır (genel olarak fon tarafından elde tutulan kapitalin % 1 - 1,5 oranında).

Bunun haricinde finans yatırımcısı kendi tarafından yönetilen yatırımların gelirleri daha önce belirlenen bir seviyenin üzerine çıkması durumunda toplam gelirden de pay (bonus) alırlar. Buna Carried Interest denmektedir. Fonun kurulmasından itibaren finans yatırımcısı potansiyel yatırımcı arayışına başlar. Söz konusu yatırımcılar belirtildiği üzere kurumsal olarak hareket eden yatırımcı gruplarından oluşmaktadır.

Yatırımcılardan toplanan sermaye tipik olarak altı ile on yıl arasında kullanılmak üzere yatırıma sunulur.

Finans yatırımcıları, girişim sermayesi fonu finans kaynakları ile farklı kriterler çerçevesinde yatırım yapmak için seçilen firmaların öz sermayelerine ortak olurlar. Bu ortaklıklar sıklıkla *dört ile altı* yıl arasında seyreder. Finans yatırımcıları yoğun bir şekilde kritize edilen Hedge Fonların aksine tamamen farklı bir yatırım şeklini takip eder. Hedge Fonlar daha çok kısa vadeli yatırımlar yaparlar ve hızlı bir şekilde yatırımdan çıkarlar. Amaçları daha çok spekülasyondur.

Finans yatırımcıları ise şirketlerin gelişmesi, güçlenmesi ve bu gelişmelerden kazanç elde etmek üzere yatırımlarını yapmaktadırlar.

Girişim sermayesi fonlarının yatırım süresi yukarda da belirtildiği üzere sınırlıdır. Sürenin sınırlı olması ve işletilen fonun işletme modelini daha iyi anlamak için önemli bir hususa daha dikkat çekmek gerekir. Zira finans yatırımcısı, gerçekleştirdiği yatırımın başından itibaren sermaye ortaklığının yatırım süresinin sonunda, söz konusu şirketi satarak veya devrederek, çözmek zorundadır.

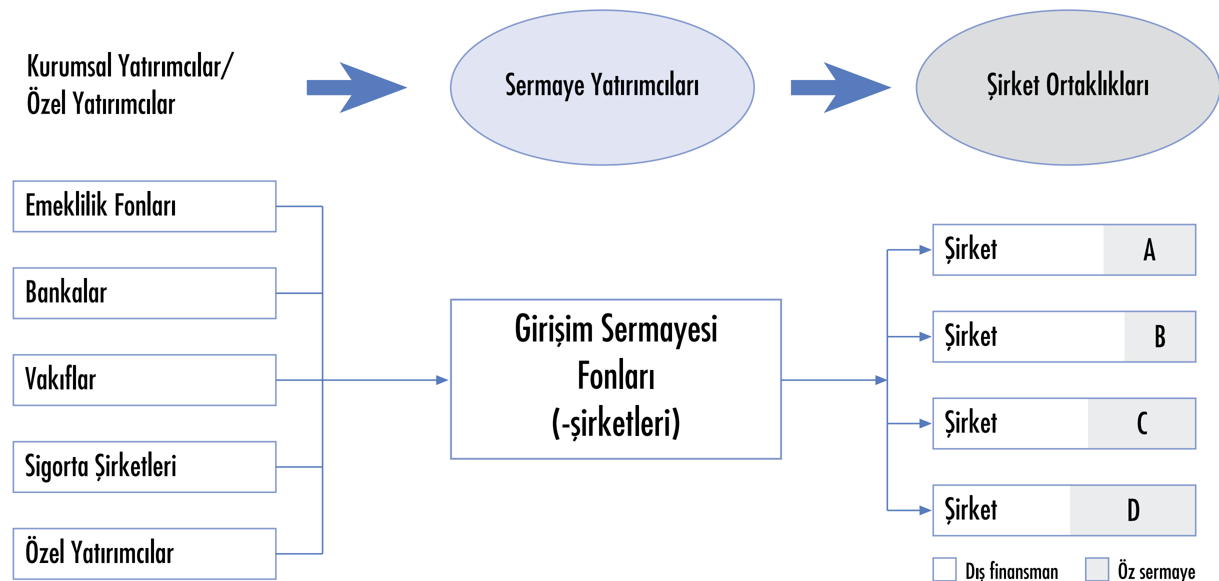
Dolayısıyla gelecekte yatırım yapılması düşünülen şirketin arayışında, yatırım gerçekleştikten sonra bu yatırımdan nasıl çıkılacağı konusu merkezi bir rol oynamaktadır.

Her finans yatırımcısının ana hedefi kâr maksimizasyonudur. Küresel piyasada bu tür yatırımların kârı *% 20- 25* arasında seyretmektedir.

Hedeflenen kâra ulaşmayı iki farklı faktör belirlemektedir:

- Ortaklık süresi boyunca şirket değerinin yükseltmek,
- Dış finans payının (borçlanmanın) maksimize edilmesi.

Bu konu aşağıda daha yakından anlatılmaktadır:



Resim 4: Finans yatırımcılarının iş modeli



Finans yatırımcılarının girişim sermayesi yatırım prosesi aşağıda kronolojik şekilde kısa bir şekilde açıklanmıştır:

• **Sermaye Arayışı (*Fund Raising*):** Private Equity fonları, kendilerine sunulan sermayeyi hem ulusal hem de uluslararası yatırımcılardan toplarlar. Temelinde yatırımı sigorta şirketleri, bankalar, emeklilik kasaları, vb. kurumsal yatırımcılar yaparlar. Bu yatırımcıların Private Equity fonuna yatırım yapmalarının ana nedeni bir tarafta yüksek gelir beklemeleri, diğer tarafta ise ellerinde bulundurdukları sermayenin riskini dağıtmaktır.

• **Ortaklıkların Oluşumu (*Deal Flow*):** Yüksek kaliteli sermayenin fona gelmesi Private Equity fonlarının stratejik başarı faktörlerindedir. Yeni sermaye yatırım girişimleri, aktif bir arama yöntemi ile üçüncü kişiler tarafından verilen bilgiler ve sermaye arayanlar tarafından oluşturulabilir (arz ve talep mekanizmasının işletilmesi).

• **Değerlendirme (*Due Diligence*):** Yatırım yapacak girişimci sermaye fonlarının seçim sürecinde ortaklık kurulabilecek adaylar değerlendirilir ve yatırımın yapmaya değip değmediği kararı alınır. Beraberinde yatırım yapılması planlanan şirketin iş planının fonun iş planına uyup uymadığına bakılır. Akabinde yatırımın potansiyeli değerlendirilir. Bu esnada yönetimin kalitesi, pazardaki atraksiyonu ve ürün farklılıları gibi kriterlerine bakılır.

• **Karar Verme ve Sözleşme Çerçevesi (*Decision Making*):** Finans yatırımcısının olumlu bir karar alması durumunda bir sonraki adıma geçilerek sözleşmenin çerçevesi hazırlanır ve ortaklık durumunun detayları belirlenir. Ortaklığın miktarı, yapılan ortaklığın zaman içersindeki basamakları, bilgi sağlanması ve kontrol hakları ve son olarak da finansman kaynaklarının seçimi üzerinde mutabakat sağlanır.

• **Gözlemleme (*Monitoring*):** Yatırım yapılacak şirkete sadece sermaye değil, yönetimde de destek sağlanır. Amaç, şirketin değerini yükseltmek ve aynı zamanda riski düşürmektir. Pratikte gözlemleme (kontrol) farklı yöntemlerle ele alınır. Pasif yatırımlarda finans yatırımcısına periyodik olarak bilgi aktarılır ve kendisi, yatırım yapılan şirketin kontrol organlarında yer almaz. Yarı aktif yatırımlarda finans yatırımcısının şirketin kontrol organlarından birinde yer alması mümkündür ve yatırımcılar şirketin gelişimini yoğun bir şekilde izlerler. Aktif yatrımlarda ise yatırımcılar yatırım yapılan şirketin hem stratejik hem de operatif organlarında yer alırlar.

• **Çıkış (*Exit*):** Daha önce de belirtilği üzere girişim sermayesi (Private Equity) yatırımı süreyle sınırlı bir ortaklık şeklidir. Sürenin dolmasıyla, yapılan yatırımlar elde edilen kârlar ile birlikte nakte çevrilir.

Temel olarak beş farklı çıkış şekli mevcuttur:

• **Halka Arz (*Initial Public Offering - IPO*):** Yatırım yapılan şirketin halka arz edilmesi kârlı bir çıkış yolu olabilir. Bu yol sadece gerçekten yüksek performans sağlamış ve yatırım süresi içinde kayda değer bir büyüme sağlayan şirketlere açık olan yoldur.

• **Ticari Satış (*Trade Sale*):** Şirketin stratejik bir yatırımcıya satılması en sık gözlemlenen çıkış yollarından biridir. Genel olarak bu tür bir satış aynı sektörde bulunan ve satılacak olan şirketin spesifik bilgilerinden, varsa bu şirketin patentlerinden, teknolojisinden yararlanıp kendi

Ortaklıkların Oluşumu (Deal Flow): Yüksek kaliteli sermayenin fona gelmesi Private Equity fonlarının stratejik başarı faktörlerindedir. Yeni sermaye yatırım girişimleri, aktif bir arama yöntemi ile üçüncü kişiler tarafından verilen bilgiler ve sermaye arayanlar tarafından oluşturulabilir (arz ve talep mekanizmasının işletilmesi).

ürün portföyünün geliştirilmesini hedefleyen veya başka bir ürün alanında da faal olmak isteyen yatırımcılardan oluşabilir. Böyle bir durumda finans yatırımcısının elde etmeyi düşündüğü fiyat, söz konusu şirketi satın alacak şirketin subjektif değerlendirmesiyle doğrudan alakalırdır.

- **Geri Alım (Buy Back):** Sermaye ortaklığı karşılığında finans yatırımcısına satılan hislerin geri alınması, şirketin yatırım süresince orta seviyede değer kazanması nedeniyle dışarıdan bir yatrımcıyaveya başka şirkete satış yapılamamasına bağlı olarak gerçekleşen çıkış yoludur.

- **İkincil Satış (Secondary Sale):** Bir başka çıkış yolu, ortaklığın bir başka finans yatırımcısına satışı ile gerçekleşebilir. Bu çıkış yolu devam eden pazar şartları ve yatırım portföylerinin birleştirilmesi nedeniyle seçilen bir çıkış yoludur. Son dönemlerde daha fazla önem kazanmaya başlamıştır.

- **Fesih/Kapanış (*Write Off*):** Kriz durumlarında finans yatırımcısı ve girişim sermayesi fonu arasında yeniden yapılanma stratejileri üzerinde mutabakata varılmaya çalışırlır. Şayet her hangi bir düzelme durumu beklenmiyor ise, yatırım yapılmış olan şirketin iflası istenir ve likiditasyonu gerçekleştirilir. Bu tür bir çıkış yolunun seçilmesine *Write-Off* denilir. Bu durum finans yatırımcısı adına zaman zaman yüklü kayıplar anlamına gelmektedir.

Girişim Sermayasi Başarı Zinciri

Bir Private Equity yatırımı çerçevesinde finans yatırımcısı bahsedilen aksiyonlar neticesinde mümkün olduğu kadar yüksek bir değer elde etmeye çalışır. Bu değer yükselişi bir girişim sermayesi yatırımının değer zinciri sayesinde oluşmaktadır.

Şimdiye kadar verilen bilgiler çerçevesinde bir girişim sermayesi yatırımının genel olarak borsaya kote olmamış şirketlere, orta vadeli öz sermaye sağlanması anlamına gelmektedir.Bu tür yatırımlarda hedeflenen kârı elde etmek, söz konusu ortaklığın belli bir süre sonunda satılması veya devredilmesi sayesinde mümkündür.

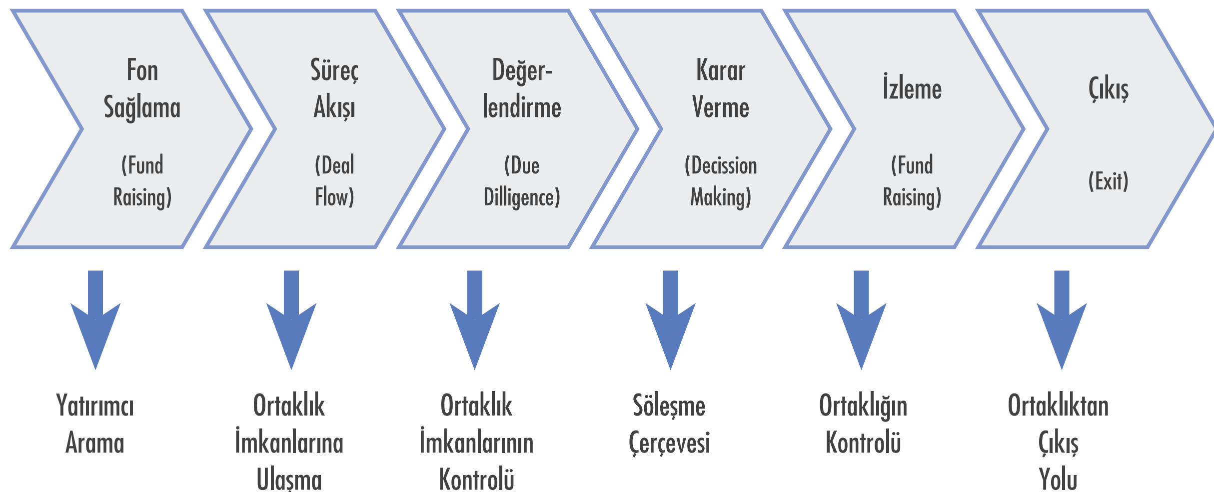
Aslında bu durum yapılan yatırımın ta başından itibaren belli olan bir konudur. Finans yatırımcısı bu yatırım sebebiyle elinde bulundurduğu hisseleri/payları mümkün olduğunca erken ve hesaplı bir şekilde şirketin gelişiminin en uygun döneminde elinden çıkarmayı ister.

Finans yatırımcılarının ana hedefi yatırım yapılan şirketin daimi ortağı kalmak ve kârından yararlanmak değil, şirketin değerlenme sürecinin en ideal yerinde ortaklıktan çıkarak en yüksek geliri sağlamaktır.

Yatırım döngüsü değerlendirildiğinde, gerçekleştirilen yatırımdan çıkmaya "Exit" denmektedir. Yatırım sermayesinin geri çekilmesi, finans yatırımcısının yatırım sayesinde elde etmeyi hedeflediği bedelin gerçekleşmesi anlamına gelmektedir.

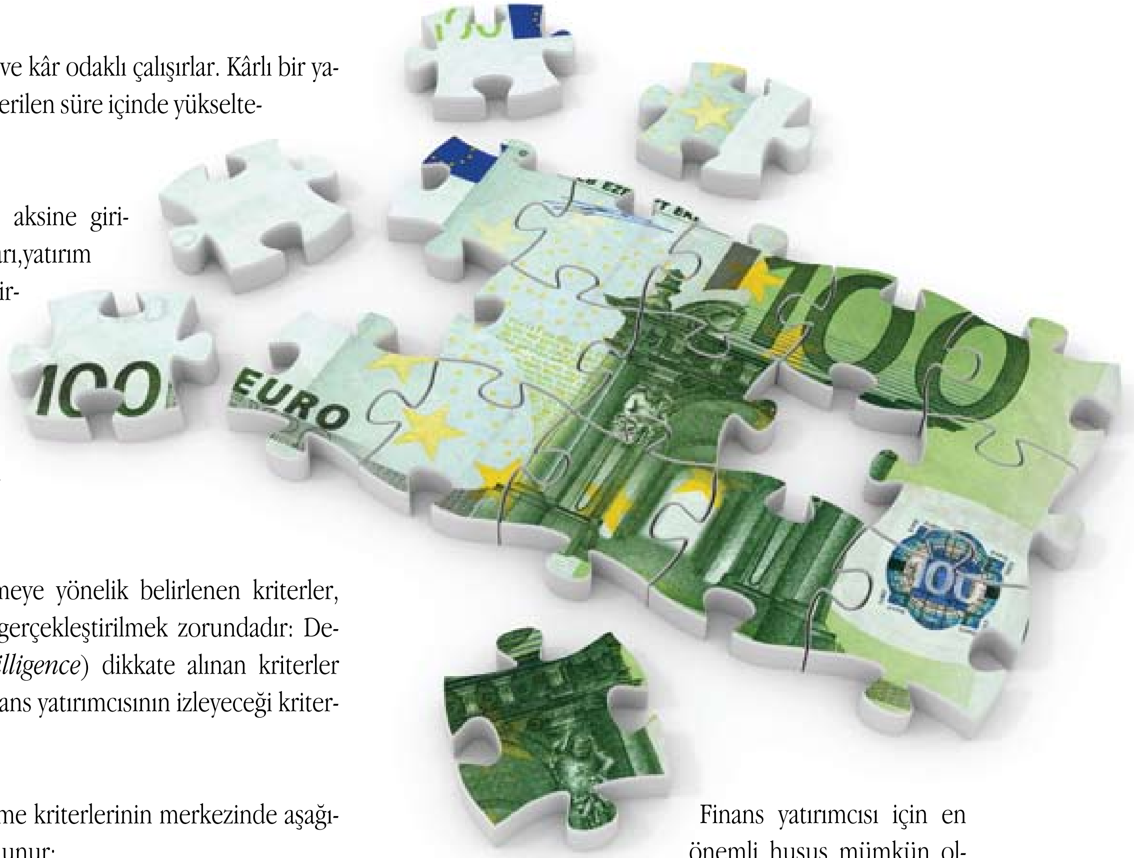
Finans Yatırımcılarının Kâr Odaklılığı

Şimdiye kadar verilen bilgiler çerçevesinde bir girişim sermayesi yatırımının genel olarak borsaya kote olmamış şirketlere, orta vadeli öz sermaye sağlanması anlamına gelmektedir.Bu tür yatırımlarda hedeflenen kârı elde etmek, söz konusu ortaklığın belli bir süre sonunda satılması veya devredilmesi sayesinde mümkündür.



Resim 5: Özel ortaklık sürecinde gelir sağlama zinciri

Finans yatırımcıları gelir ve kâr odaklı çalışırlar. Kârlı bir yatırımı, şirketin değerini verilen süre içinde yükselterek sağlayabilirler.



Stratejik yatırımcılarının aksine girişim sermayesi yatırımcıları,yatırım yapılacak şirketidaha belirgin ve kesin bir şekilde değerlendirip (*Due Dilligence*), yatırım süresinin sonunda tahmini değerini belirlenmeye çalışırlar.

Şirket değerini yükseltmeye yönelik belirlenen kriterler, yatırım süresi boyunca gerçekleştirilmek zorundadır: Değerlendirmede (*Due Dilligence*) dikkate alınan kriterler genellikle daha sonra finans yatırımcısının izleyeceği kriterlerle örtüşür.

Söz konusu değerlendirme kriterlerinin merkezinde aşağıda belirtilen unsurlar bulunur:

- Pazar ve rakiplerin durumu (Pazar büyüklüğü/Pazarın büyüme eğilimi, rakiplerin durumu, rekabet yoğunluğu)
- Stratejiler ve organizasyon şekli
- Satışa sunulan ürünler (Ürünün pazarda tek olma özelliği, değiştirebilirlilik)
- Şirketin mali durumu (Yıllık ciro bazında şirketin büyüme eğilimi, en çok gelir (*Cahs-Flow*) getiren unsurların tespit edilmesi)
- Teknik donanım (kullanılan teknoloji, taklit edilebilirlilik)
- Sigortalar (mevcut sigortalar, sigortalanabilir riskler)
- Mevcut sözleşmeler (Sözleşmelerin uygulanabilirliliği, yürüyen mahkeme davalar)
- Yönetim ve çalışan personel (yönetimin ticari düşünce becerisi, çalışanların kalifikasyonu ve motivasyonu, branş tecrübesi, risk alabilirlilik)

Bir finans yatırımcısının finansal konularla ilgili belirleyici kriterleri şunlardır:

- Şirketin ticari sicili ve bankalar tarafından kabul görülmesi
- Sabit ve yükselen Cash-Flow
- Alış fiyatının (ortaklık bedeli)seviyesi
- Talep edilen asgari kâr

Finans yatırımcısı için en önemli husus mümkün olduğu kadar asgari bir sermaye ile finanse edilecek şirket üzerinde azami seviyede etki kabiliyetini sağlamaktır.

Dolayısıyla finans yatırımcısı ilk olarak bankalardan ve finans piyasasından sağlayabileceği sermaye miktarını araştırır. Finans yatırımcısı bu esnada sermaye ortağı olduğu şirketlerden hangilerini bankalara veya finans piyasasına sunacağını dikkatle belirler.

Hangi sektörün bankalar ve finans piyasası tarafından daha cazip olarak algılanacağı ve şirketin dış borçlanma kabiliyeti son derece önemlidir. Finans yatırımcısı yüksek bir dış borçlanma oranı ve düşük faiz sağlamak için çaba gösterir, zira bunların gerçekleşmesi kâr ve gelir oranına olumlu bir etki sağlar.

Bankalarda da olduğu gibi, finans yatırımcısı şirketin finansal değerlendirmesini, özellikle fianasalmanövra alanını tespit edebilmesi için kendi belirlediği ölçüm kriterlerini dikkate alır ve hangi durumda bir ortaklığın iyi bir yatırım olduğu kararını veriri.

Bir şirketin değeri basit olarak şu şekilde tespit edilebilir:

Şirket değeri (Enterprise Value) = Öz sermaye pazar değeri + dış borçlanma pazar değeri – Nakit değerler

Bu kontrol dahilinde en önemli kriter, gerçekten şirketin değerini yükseltmeye yarayacak potansiyelin mevcut olması ve bunun tespit edilebilmesidir. Bu sebeple finans yatırımcısı yatırım yapılacak şirketin değer yaratma zincirinde, şirkete orta vadede katkıda bulunmak ve bir kaç yıl içinde uygun bir çıkışı sağlayabilmek açısındankendi amacına uygun yönlendirmeler ile aksiyon almaya çalışır.

Yatırım yapılması düşünülen şirketin finansman şekli ve satın alma (ortaklık bedeli) fiyatınının yanı sıra, finans yatırımcısının talep ettiği/beklediği kâr seviyesi de önemli bir husus olarak belirtilmelidir.

Ölçüm kriteri genelde % 20-25 oranında bir asgari kâr beklentisidir, fakat bu değer finans yatırımcısı tarafından çok fazla dile getirilmez.

Sadece bu asgari kâr kriterini sağlayan şirketler detaylı bir analize tabi tutulur, beklenen kârın gerçekleşmesi ise alınacak riskle ile doğrudan ilişkilidir.

Risk ise hazırlık dönimindeki şirketlere yapılması düşünülen yatırımlarda doğal olarak daha yüksektir, zira söz konusu şirketin gelecekte sağlayacağı *Cash Flow* öngörüsünün hangi oranda gerçekleşeceği konusunda bir veri yoktur.

Finans analizi çerçevesinde belirlenen kâr oranı şirketeinaış fiyatına ve borçlanabilirlilik seviyesine bağlıdır. Bu duruma etki eden başka bir husus yatırımdan çıkış için belirlenen süresi ve satış geliridir.

Temel olarak finans yatırımcıları çıkış konusunda esnek davranabilirler, ama her zaman hedeflediği kâr, yani IRR – İç Verim Oranı (*Internal Rate of Return*) ön planda tutulur.

Yatırımdan çıkış zamanı, yatırımın başında belirlenen süre içinde, konulan hedeflere ulaşmakla bağlantılıdır.

Daha önce de belirtildiği üzere bu tür yatırımların ortalama süresi dört ile altı yıl arasındadır.

Tecrübelere göre yatırım süresi genelde hedeflerin ve beklentilerin gerçekleştiği süreyi yansıtır. Bu sürede finans yatırımcıları yıllık ortalama % 25 kâr hesapladıklarıiçin daha uzun süreli yatırımlarda sermayelerinin birkaç katını beklerler.

Şirketlerin Değer Kazanma Potansiyel Analizi

Detaylı bir şirket planlaması ile gelirler, giderler ve buna bağlı olarak EBITDA (vergilerden önceki kârlar, faizler ve amortismanlar) yatırım süresini belirlemek için merkezi bir rol oynar.

Şirketin tümü yükseltilebilecek EBITDA açısından kontrol edilir. Buna bağlı olarak tahmini bir değer ve şirketin belirlenen süre sonunda satılması durumunda muhtemel gelir ortaya çıkar.

Bu kontrol dahilinde en önemli kriter, gerçekten şirketin değerini yükseltmeye yarayacak potansiyelin mevcut olması ve bunun tespit edilebilmesidir. Bu sebeple fi-



nans yatırımcısı yatırım yapılacak şirketin değer yaratma zincirinde, şirkete orta vadede katkıda bulunmak ve bir kaç yıl içinde uygun bir çıkışı sağlayabilmek açısındankendi amacına uygun yönlendirmeler ile aksiyon almaya çalışır.

Finans yatırımcısının ana konusu ve dikkati nakit akışını (*Cash Flow*) durumunu optimize etmektir. Dolayısıyla şirket nakit akışı göz önünde bulundurularak optimize edilmelidir ve bu optimizasyonu gerçekleştirmek için de nakit akışı açısında önemli olan aşağıdaki hususlara azami önem verilir:

Nakit Akışı (*Cash Flow*) Sağlayıcı Unsurlar

Ciro:

• Ana işlere konsantre olmak
• Yeni pazarların ve müşteri kitlelerin oluşturuması

Masraflar:

• Satın alma hacimlerinin birleştirilmesi ve buna bağlı daha yüksek indirimlerin ve kondisyonların sağlanması
• Personel sayısının ve masrafların düşürülmesi sayesinde üretimin etkisinin artırılması

İşletme Sermayesi:

• Ambar değerlerinin düşürülmesi
• Borçların vadesini yükseltmek, borçluların ödeme sürelerini düşürmek
• Kısa veya orta vadede işletme sermaye seviyesini somut rakamlar ile düşürmek uzun vadede ise işletme sermayesini ciroya oranla düşürmek

Belli Yatırımların Nakde Çevrilmesi:

• Ana faaliyet alanlarının dışında bulunan yatırımların ve taşınmazların satılması
• Ürün portföyüne uygun üretim yapan şirketlerin alınması
• Ana faaliyet alanına yatırım

Nakit akışı, gerçekleşecek transaksiyonlar açısından büyük önem taşımaktadır; Zira Cash Flow şirketin dış borçlarının faizlerini ve periyodik ödemelerinin yapılabilmesi için ana rolü oynar. Yatırım yapılacak şirketin devir öncesinde dış borç oranının düşük, öz sermayesinin ise yüksek olması istenir, çünküdevir işlemi sonrasında dış borçlanma için geniş bir faaliyet alanına ihtiyaç olacaktır.

Finans yatırımcısı, yukarıda belirtilen kriterler dahilinde alınacak önlemler ve bunların kombinasyonu ile nakit akışının seviyesini yükseltmeye çalışır.

Nakit akışı, gerçekleşecek transaksiyonlar açısından büyük önem taşımaktadır; Zira Cash Flow şirketin dış borçlarının faizlerini ve periyodik ödemelerinin yapılabilmesi için ana rolü oynar. Yatırım yapılacak şirketin devir öncesinde dış borç oranının düşük, öz sermayesinin ise yüksek olması istenir, çünküdevir işlemi sonrasında dış borçlanma için geniş bir faaliyet alanına ihtiyaç olacaktır.

Şiketin dış borçlarının ve finansal yükümlülüklerinin karşılanabilmesi açısından finans yatırımcısı zamana zaman şirket dahilinderasyonalleştirme önlemleri alarak finansal sıkışıklıkları önlemeye çalışır.

Bu bağlamda personel çıkarılması ve kendi bakış açısından verimli olmayan işletme parçalarının satılması yolunu da seçeblir. Sonuç olarak yatırım yapılan şirket yıllar sonra kazançlı bir şekilde komple veya parçalanarak satılabilir.

Finans yatırımcıları, en geç beklenilen kârlılık ve değer artışı gerçekleştirilememişse, gerekli organizasyonel ve stratejik değişiklikleri isteyecektir.



Birkaç kez belirttiğimiz üzere kâr hedeflerini yerine getirmek için girişimci sermayesi fonlarının sağladığı özel finanman şekilleri katkılı olur. Belli çerçeveler içinde sağlanan dış finans kaynakları şirketin öz sermaye kârı üzerinde etkili olur.

Buna bağlı olarak şirketin başarısına katkı sağlayacak bir reorganizasyon veya yeniden şekillendirme yoluna gidilebilir. Şirketin gidişatını ve kazanç şansını zora sokmamak için optimizasyonu yapmak zorunda kalabilir.Veya finans yatırımcısının sayesinde şirketin seçilen belli alanları geliştirilir veya ilk defa şirkete dahil edilebilir.

Finans yatırımları öncesinde de bu tür reorganizasyonlar yapılır. Belki de finans yatırımcısının başından itibaren sadece şirketin belli alanlarında ilgisi bulunmaktadır.

Reorganizasyonlar şirketlerin çekiciliğini artırmak için de seçilen bir yöntemdir.

Borçlanmanın Güvence Altına Alınması

1980'lerin ortasından itibaren şirket satın alımları borçlanılarak (Kaldıraçlı Satın Alma - LBO) gerçekleştirilmektedir. Bu durumlarda girişim sermayesi fonları yoğun olarak satın alınacak şirketin fiyatını yüksek oranlarda dış borçlanma ile ödemektedirler. Şirketin satın alma fiyatının sağlanmasının yanı sıra borçların ödenebilirliliği de büyük bir önem taşımaktadır.

Şirketi satın alanlar için söz konusu borçlanmayı karşılayabilmeyi güvence altına almak için farklı imkânlar bulunmaktadır:

1. Alıcı, satıcının kabul edeceği, şirketin satış bedelini kapsayan veya bir bölümü için senet verebilir. Böyle bir durumda borcun geri ödenmesi şirket için gerekli olmayan yatırımların satışından veya şirketin nakit akışından karşılanır.

2. Üçüncü şahıslar tarafından sağlanan borçlanma yolu ile finanse edilebilir. Bu durumda finansmanı sağlayanlara garantisi olmayan senetler verilir. Şirketin devir işlemi gerçekleştikten sonra garantisiz verilen senetler devralınan şirketin aktifleri aracılığı ile garanti altına alınır.

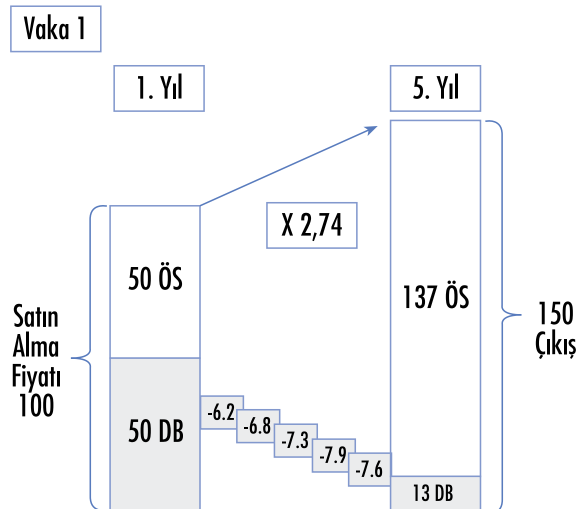
3. Satın alınacak şirket aktifleri karşılığında üçüncü şahıslardan gerekli olan meblağ borç olarak alınabilir.

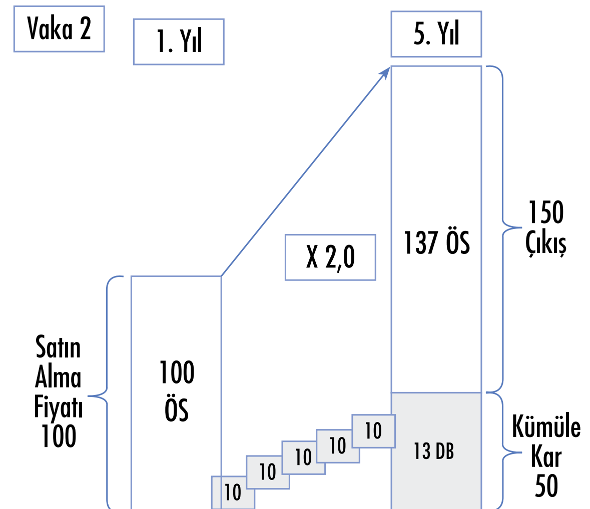
4. Alıcı, satın almayı planladığı şirketin satın alma işlemini gerçekleştirmek için bir şirket kurar ve bu şirket tarafından söz konusu şirketin satın alma işlemini gerçekleştirir. Akabinde alıcı iki şirketi birleştirir.

Finans Yatırımcıları Açısından Finansmanın Önemi

Birkaç kez belirttiğimiz üzere kâr hedeflerini yerine getirmek için girişimci sermayesi fonlarının sağladığı özel finanman şekilleri katkılı olur. Belli çerçeveler içinde sağlanan dış finans kaynakları şirketin öz sermaye kârı üzerinde etkili olur.

Şayet dış borçlanma faizi şirketin borçlanma oranından bağımsız ise, öz sermaye kâr oranı yükselen borçlanma ile birlikte büyür; ama bu esnada yatırımın toplam sermaye kâr oranı da dış borlanma faiz oranından büyük olması gerekir.





Resim 6: Kaldıraçlı Satın Alma (LBO - Leveraged Buy Out

Buna Leverage veya Leverage Şans etkisi denir.

Dikkat! Bu etki ters olarak da gerçekleşebilir: Öz sermaye kâr oranı yükselen borçlanma ile birlikte düşer ve yatırımın kâr oranı dış borçlanma faiz oranından daha düşüktür.

Finans yatırım süresi boyunca, nakit sağlaması durumunda, dış borçlanma şirketin kârlarının maksimize olmasına neden olur. Aşağıdaki örnek bu durumun anlaşılması için faydalı olabilir:

1. ve 2. vakada finans yatırımcısı 1. yılında 100 para birimine satın aldığı şirketi 5. yılda 150 para birimine satar. Finans yatırımcısı bu işlemde beş yıl içinde yatırım değerini % 50 artırmıştır. İlave olarak yatırımdan her yıl 10 para birimi nakit akışı yaratmıştır.

İlk vakada, finans yatırımcısı şirketi % 50 öz sermaye kullanarak ve % 50 borçlanarak satın alır. Yatırım süresince her yıl sağlanan 10 para birimi nakit akışı sayesinde dış borcun ödenmesi ve faiz giderleri için kullanılır.

Dış borçlanma faiz oranını yıllık % 8 olarak varsaydığımızda ilk yıl için 6,2 birim ikinci yıl için 6,8 birim vs., 5. yıla gelindiğinde dış borçlanmadan 13 birim kalmıştır. Yani 5. yılın sonunda şirketin değeri 150 birim olmuş, bunun da 137 birimi öz sermaye 13 birimi de dış borç olarak gelişmiştir.



Satıştan elde edilen gelir satın alma işlemi için kullanılan öz sermaye ile kıyaslandığında öz sermayenin % 174 oranında arttığını görürüz. Bu da yıllık *% 22* oranında bir değer artışına denk gelir.

Birinci vaka ile ikinci vaka ile kıyaslandığında, satın alma işleminde bir fark bulunmaktadır.

İkinci vakada % 100 öz sermaye kullanılmıştır. 5. yılın sonuna kadar her yıl yatırımcıya yıllık kâr olarak 10 birim para ödenmiştir. Şirket 150 birim para karşılığında satıldığında yıllık kârlarla birlikte öz sermaye toplam 200 birime yükselmiştir. Bu da yatırılan öz sermaye dikkate alındığında yıllık *% 17* öz sermaye artışına denk gelmektedir.

Şimdiye kadar aktarılan bilgilerden, finans yatırımcılarının genellikle neden mümkün olduğu kadar yüksek oranda dış borçlanma yaptıklarını anlayabiliriz. Tabii aynı zamanda finans yatırımcıları, olası bir kriz durumunda şirketin faiz ve diğer ödemelerinin altından kalkabileceğine de emin olmaları gerekmektedir.

Bir yatırımcı bu durum karşısında yatırım için tam gerekli olan miktarda dış borçlanma yapacaktır ki, yatırım süresi boyunca *Cash Flow* sayesinde gerekli olan maddi ihtiyacı karşılayabilsin.

Yatırım süresinde ve devamında şirketin finans mimarisini tehlikeye atmamak için borç veren dış kaynak sahipleri ile borç ve faiz ödemelerini sağlayacak ve uyulması mecburi olan net bir çerçeve belirlenir.

Finansman anlaşmaları ileride muhtemelen gerekli olabilecek ve belirlenen şartlar dahilinde gerçekleşmesi gereken refinansman maddelerini içerebilir. Buradaki amaç sermayedarların öz sermaye oranlarının düşük tutarak kaldıraç etkisini mümkün olduğu kadar yukarı taşımak için yapılır.

Şimdiye kadar aktarılan bilgilerden, finans yatırımcılarının genellikle neden mümkün olduğu kadar yüksek oranda dış borçlanma yaptıklarını anlayabiliriz. Tabii aynı zamanda finans yatırımcıları, olası bir kriz durumunda şirketin faiz ve diğer ödemelerinin altından kalkabileceğine de emin olmaları gerekmektedir.

Venture Capital



Yazı: Can Munzur

Venture Capital Nedir?

Venture Capital (girişim sermayesi) bir finansman şeklidir ve firmaların büyüme stratejilerindeki risklerin ve kârların bir ortaklık kurularak paylaşılmasıdır. Bu ortaklık şeklinde firmalara büyüme stratejilerinin gerçekleştirilmesi için hem finansman hem de üst düzey yönetim desteği sağlanmaktadır.

Amerika'da bugün şirket değeri milyar dolarları bulan Amazon, Google ve Facebook gibi teknoloji şirketlerinin yanı sıra Continental Airlines, Hertz, MGM Studios, Toys R Us gibi servis ve üretim sektöründeki çoğu şirket girişim sermayesi ortaklığı ile başarılı büyümesini sağlamıştır.

Amerika'da bugün şirket değeri milyar dolarları bulan Amazon, Google ve Facebook gibi teknoloji şirketlerinin yanı sıra Continental Airlines, Hertz, MGM Studios, Toys R Us gibi servis ve üretim sektöründeki çoğu şirket girişim sermayesi ortaklığı ile başarılı büyümesini sağlamıştır. Türkiye'nin de dünya ekonomisindeki önemi gün geçtikçe artmakta ve girişim sermayesi çalışma örnekleri ülkemizde de başarılı şekilde kullanılmaktadır.

Türkiye'nin de dünya ekonomisindeki önemi gün geçtikçe artmakta ve girişim sermayesi çalışma örnekleri ülkemizde de başarılı şekilde kullanılmaktadır.

Venture Capital Bir Çözüm Aracı

Her finansman seçeneğinin (banka kredisi, halka açılma, girişim sermayesi vs.) aslında bir çözüm aracı olduğunu ve firmanızın yönetim stratejisini desteklemede kullanıldığını düşünebiliriz.

Girişim sermayesi, firmaların büyüme planlarının risklerini paylaşarak ve finansmana ek olarak yönetimlerine de destek almayı tercih etmeleri durumunda uygun bir çözüm şeklidir. Bu çalışma seklinde finansman karsılığı hisse alınarak şirkete ortak olunur. Girişim sermayesi yatırımı yapan şirketlerin amacı, ortak oldukları şirketleri başarı ile büyütmek ve belli bir süre sonra ortaklıktan başarı ile ayrılmaktır. Bu şekilde, risklerin ortaklık çerçevesinde paylaşılarak büyüme finansmanının sağlanması ve firmaların en güvenli şekilde büyümesi gerçekleşmiş olur.

Venture Capital kullanımının Avantaj ve Dezavantajları

Girişim sermayesinin en önemli avantajı, finansmana ilave olarak

şirket yönetimine de destek sağlamasıdır. Girişim sermayesi ile ortaklık kuran şirketler özellikle ekonomik yavaşlamanın olduğu ortamlarda da yatırıma devam edebildikleri için rakiplerinin önüne geçme şansına, rakiplerini satın alabilme ve uluslararası büyüme planlarını çok daha başarılı olarak gerçekleştirme şansına sahiptirler.

Girişim sermayesi ile ortaklık şekli firma büyüme stratejisinin ortaklaşa gerçekleştirilmesine hazır olmayan veya kendi özkaynakları ile büyüme planına devam etmeyi uygun gören firmalar için uygun bir çözüm değildir. Girişim sermayesi ile kurulan ortaklıklarda firmaların düzenli bir pazarlama, finansman ve yönetim yapısının kurulması ve her alanda sistemli bir çalışma şekline açık olması gerekmektedir.

Özkaynaklarla Sağlanacak Finansman Dışında Venture Capital Kullanmanın Getirdiği Yükümlülükler

Önceki soruda kısaca özetlediğim üzere en önemli değişiklik profesyonel olarak planlama, pazarlama, finansman ve diğer önemli yönetim birimlerinin çalismasına açık olmak Girişim Sermayesi çözüm şeklinde önemlidir. Firma sahiplerinin stratejik kararlara ve şirket genel yönetiminin bu stratejik kararları başarı ile uygulamasına daha çok vakit ayırıcağı bir yönetim sistemine geçilmesi önemli bir değişikliktir.

İşinizdeki riskleri sistematik olarak yönettiğiniz bir çalışma şekline geçilmesi ve yeni yatırımlarda size destek olacak olan profesyonel bir ortağınızın olması, girişim sermayesi çalışmalarının hem yararı hem de yükümlülüğüdür.

KOBİ'lerdeki Risk Yönetimi

Risk yönetimi, benim son on yıla yakın Londra'da, büyük bir bankada, finans dünyasının önde gelen isimleri ile çalışarak öğrendiğim aslında çok zevkli bir konu.

Risk yönetiminde KOBİ'lerin de uygulayabileceği çok temel stratejiler var ve bu yönetim şeklini anlamamız için finansman uzmanı olmamız gerekmez. Risk yönetimindeki birinci prensibim riski sevmemdir, ama kesinlikle anlamadığım risklere ne kadar küçük de olsa girmemeyi tercih ederim. İş hayatının tadı riskli olmasındadır. Risklerini anlayarak başladığınız her işte risk yönetimi mümkün. Öte yandan, anlaşılmayan risklerin yönetimi de mümkün olmuyor.

Koşulları ne kadar iyi olursa olsun tüm gelirleri ve giderleri Türk Lirası olan bir firmanın çok istisnai durumlar olmadıkça Türk Lirası üzerinden finansman sağlamasını ve yabancı kur üzerinden borçlanmamayı tercih etmesini risk yönetimine dair basit bir örnek olarak verebilirim. Kur riskine mümkün oldukça girmezseniz müşterilerinizin memnuniyeti için daha çok zaman harcayabilirsiniz. Müşterilerini memnun edenler ve doğru şekilde çalışanlar uzun dönemde daima en kârlı firmalar olarak karşımıza çıkıyor.

Eğer işinizin geleceği ile ilgili olarak gece rahat uyuyamıyorsanız, anlamadığınız riskler almışsınız demektir. Bu tür riskler detaylıca incelenmeli ve eğer altından kalkılamayacak gibiyse bu işe girişilmemelidir. Büyük riskler alınmadan önce planınızı mümkün olduğunca test etmeniz, hatalarınızı daha ufak çapta yatırımlarla öğrendikten sonra büyük risklerin alınması daha doğru. Çok hızlı borçlanma yapılmamalı. İstikrarlı büyümenin daha profesyonel olduğunu düşünüyorum.

Venture Capital'e Ulaşmadaki Yol Haritası

Girişim sermayesi aracılığı ile profesyonel bir ortaklık kurulması için ilk adım firma tarafından atılmalıdır. Özellikle insan kaynaklarına yapılan yatırım, profesyonel ve kurumsal bir yapı için ufak da olsa önemli adımlardır. Çalışmakta oldu-

Girişim sermayesinin en önemli avantajı, finansmana ilave olarak şirket yönetimine de destek sağlamasıdır. Girişim sermayesi ile ortaklık kuran şirketler özellikle ekonomik yavaşlamanın olduğu ortamlarda da yatırıma devam edebildikleri için rakiplerinin önüne geçme şansına, rakiplerini satın alabilme ve uluslararası büyüme planlarını çok daha başarılı olarak gerçekleştirme şansına sahiptirler.



ğunuz sektörün büyüklüğünü, rekabet yapısını, sizin firmanızı öne çıkaran özelliklerinizi firma olarak belirlemeniz ve elinizden geldiğince kuvvetli olduğunuz alanlara yatırım yapmanızın da önemi büyük. Ufak da olsa bu yatırımları gerçekleştirince firma olarak büyüme stratejiniz hakkında fikirlerinizin daha netleşeceğine, hangi miktarda ve ne tür yatırım desteğine ihtiyacınız olduğunu net şekilde görebileceksiniz. Eğer bu yatırım ihtiyacınızı ve büyüme stratejinizi belli bir netlikte görebiliyorsanız ve profesyonel şekilde büyüme fikrine açıksanız girişim sermayesi çalışması için ilk adımı atmışsınız demektir.

Girişim sermayesi ve doğru ortağın bulunması zaman anlamında ciddi emek gerektirdiği için firmaların kendi iş düzenlerini bozmadan bu tür bir çalışmayı gerçekleştirmeye calışmalarının zaman kaybı ile sonuçlandığını görebiliriz.

Firmanızı, gelecekle ilgili planlarınızı, ortaklıktan beklentilerinizi ve en önemlisi sizi anlayan bir danışmanlık firmasından destek almanızı tavsiye ederim. Ortağınızı seçerkenki kadar önemli bir titizlikle danışman firmanın seçilmesi gerekiyor. Uzmanlık alanları girişim sermayesi ve doğru ortağın belirlenmesi olan başarılı firmalar var. Şirket sahipleri için çok öğretici bir çalışma şekli oluyor. Yatırımcıların sektörünüzü nasıl analiz ettiklerini ve iş modelinizi nasıl incelediklerini de öğrenmiş oluyorsunuz. Her ortaklık görüşmesinin başarı ile sonuçlanmadığını, doğru ortak seçiminde birden fazla yatırımcı firma ile görüşülmesinin ve çalışma prensibi en uygun olacağına inandığınız ortağı seçmenizin daha uygun olduğuna inanıyorum.

Danışmanlık firmasının seçimi için de bağlı olduğunuz ticari derneklerle temasa geçebilirsiniz veya en önemlisi, bu şekildeki çalışmaları yapmak güvendiğiniz dostlarınızla konuşup onların tavsiye ettikleri firmalarla çalışmanızı tavsiye ederim.

Müşaraka

Müşaraka'nın anlamı, paylaşmak demektir ve ortak olmak anlamına gelir. Muşaraka da bir finansal çözüm şeklidir. Muşaraka ile olan finansman şeklinde taraflar hisseleri oranında ortaklık kurarlar. Bu ortaklık yapısınca her ortak zarara hissesince ortak olur ve zarar bu ortakların hisse oranı ile limitlidir. Kâr paylaşımı hem hisse oranı hem

de ortakların katkısı ile orantılı olarak ortaklarca belirlenir. Yani ortaklık hissesinin üzerinde bir kâr paylaşımı yapılabilmesi ortakların katkılarını ve onayına tabi olarak mümkündür.

Muşaraka şeklindeki ortaklar borç finansmanı kullanmadan ve sadece İslam finansı kurallarına uygun olan sektörlerde ortaklık kurabilirler.

Muşaraka, finansmanın katılım bankaları dışında kurumlardan sağlanmasının özel bir avantajı yoktur. Hangi kurumun finansmanı sağladığından çok ne şekilde yönetime destek olucağı, sektör bilgisi, yurtdışı bağlantıları ve ortaklığa vereceği desteğe göre yatırımcının seçilmesini daha doğrudur.

Venture Capital Firmalarının İlgisini Hangi Sektörler Çekiyor?

Sektörüne bakmaksızın Ar-Ge yatırımları olan, yenilikçi firmaların ve profesyonel kadrosunu geliştirmiş firmaların daha çok tercih edildiğini görüyoruz. Ar-Ge avantajı ve iyi bir yönetimi olan firmaların kârlılığı da buna paralel olarak arttıracağı için kendi sektörlerinde liderlik yolunda oluyorlar ve büyüme planları çok ilgi çekiyor.

Türk firmalarının üretkenliğinin artmaya devam edeceğine, ihracat potansiyelimizin Ar-Ge yatırımı ve kaliteli üretimle artacağına inanıyorum. Bazı global firmaların Orta-

Sektörüne bakmaksızın Ar-Ge yatırımları olan, yenilikçi firmaların ve profesyonel kadrosunu geliştirmiş firmaların daha çok tercih edildiğini görüyoruz. Ar-Ge avantajı ve iyi bir yönetimi olan firmaların kârlılığı da buna paralel olarak arttıracağı için kendi sektörlerinde liderlik yolunda oluyorlar ve büyüme planları çok ilgi çekiyor.

doğu merkezlerini Türkiye'ye taşımaları ve Ar-Ge merkezi olarak da Türkiye'yi seçmeleri hem stratejik olarak önemli hem de ülkemiz için çok güzel bir gelişmedir.

Bu yatırımları yapmış olan firmalar rakiplerine göre öne çıkıyor ve ortaklık için yatırımcı firmaların tercihi oluyor. Ufak boyutlarda da olsa yenilikçi olunması, Ar-Ge yatırımı yapılması, yeni üretim teknolojilerinin başarı ile kullanılması ve kalite kontrolüne önem verilmesi hangi sektörde olursa olsun elbette ilgi çekiyor.



2012, Venture Capital Çalışmalarına Başlamak İçin KOBİ'ler ve Diğer Türk Şirketleri Açısından Uygun Bir Yıl

Türkiye'nin son dönem siyasi istikrarı yatırımcılar açısından epey cazibeli bir durum. Avrupa'daki ekonomik kriz, bazı ülkelerde siyasi istikrarın olmaması ve ekonomik önlemlerin uygulamaya geçişindeki zayıflık nedeniyle beklenenden uzun sürdü. Bu anlamda, Türkiye'nin riskinin yatırımcılar açısından düşük olduğunu istatistiklere bakarak da rahatça söyleyebiliriz.

Dahası, Avrupa'nın ekonomisinin düzelmesinin Türk ekonomisini daha da güçlendireceğini ve Türkiye'ye yatırım akışının artarak devam edeceğini de öngörebiliriz. Türkiye ve Türk ekonomisi beklenenin de ötesinde başarılı olmaya uzun seneler devam edecek. Bulunduğumuz dönem, doğru kararları alıp uygulamaya geçen ülkelerin büyük avantajlara sahip olacağı bir dönem. Türkiye olarak biz de bu istikrar ve uygulama kabiliyeti açısından başarılı bir örneğiz. Özellikle yurtdışında, son senelerde Türkiye'nin kredibilitesinin önemli ölçüde arttığını rahatlıkla gözlemleyebiliyoruz.



Girişim Sermayesi



Yazı: Reşat Karabıyık

“*Private equity*” İngilizce anlamıyla özel fon anlamına gelmektedir. Bu açıdan bakıldığında Türkçe karşılığı olarak özel sermayeli fon kullanımı daha doğru olmakla beraber ülkemizde alışılagelmiş kullanımı “girişim sermayesi” şeklindedir. Yurtdışında kullanım açısından Private Equity ve Venture Capital tanımlarının Türkçe karşılığı Özel Sermayeli Fon ve Girişim Sermayesi iken, ülkemizde genel kullanışlar “PE” için Girişim Sermayesi ve “VC” için risk sermayesidir.

Girişim Sermayesi ve Risk Sermayesini birbirinden ayıran en önemli farklılıkları yatırım stratejileri ve yatırım boyutları olarak gösterebiliriz. Girişim Sermayesi (PE) yatırımları daha çok olgunlaşmış ve belli süredir faaliyette bulunan büyüme potansiyeli taşıyan şirketlere yönelirken Risk Sermayesi yatırımları daha küçük ölçekli, fikir aşamasında yada başlangıç aşamasındaki şirketlere yatırım yapmaktadırlar. Bu durumda girişim sermayesi yatırımları daha büyük ölçekli fakat daha az riskli olurken, risk sermayesi yatırımları küçük ölçekli, yüksek risk-getiri beklentili yatırımlar olmaktadır. (Bu ayrıma rağmen ülkemizde gerek yatırım alanları gerekse yatırım büyüklükleri açısından bu tarz yatırımları birbirinden net olarak ayırmak mümkün değildir ve sürekli olarak iç içe geçmiş durumda faaliyet gösterirler.)

Girişim Sermayesi ve Risk Sermayesini birbirinden ayıran en önemli farklılıkları yatırım stratejileri ve yatırım boyutları olarak gösterebiliriz. Girişim Sermayesi (PE) yatırımları daha çok olgunlaşmış ve belli süredir faaliyette bulunan büyüme potansiyeli taşıyan şirketlere yönelirken Risk Sermayesi yatırımları daha küçük ölçekli, fikir aşamasında yada başlangıç aşamasındaki şirketlere yatırım yapmaktadırlar.

Biz bu çalışmada genel olarak girişim sermayesi yatırımlarını temel alacağız ve risk sermayesi yatırımlarını ve hatta melek yatırımcı yatırımlarını yazının kapsamı dışında bırakacağız. Girişim sermayesi olarak nitelendirdiğimiz çalışma alanı ise daha ziyade başlangıç aşaması sonrası dönemi içeren yatırımlardır. Bu açıdan içerisine bazı risk sermayesi olarak nitelenebilecek yatırımları da alabilir. Zira bu tarz girişimler özellikle küçük ölçekli olabildiklerinden, öngörülebilir gelecekte kendi kendilerini fonlayabilme yetenekleri olduğundan ve kurumsal yapının dışında da çok işlem

gerçekleştiğinden detaylı bilgi sahibi olmak mümkün değildir.

Girişim Sermayesi Tanımı

Girişim Sermayesini; "hedeflediği yatırımları gerçekleştirebilmek için orta-uzun vadeli kaynaklara ihtiyaç duyan, çeşitli nedenlerle esas faaliyetlerini yerine getirmekte zorlanan esas faaliyet kârlılığı ve büyüme potansiyeli yüksek olan firmalara fon sağlamak amacı ile oluşturulmuş bir ortaklık organizasyonu" şeklinde tanımlamak mümkündür. Girişim sermayesi (Özel sermaye fonu) terimi; satın alma fonları (*buy out funds*), ara finansman fonları (*mezzanine funds*), yeniden yapılandırma fonları (*restructuring funds*), risk sermayesi (*venture capital*), başlangıç sermayesi (*seed money*), yatırım yönetimi şirketleri (*investment management companies*), yatırımcılar (*investors*), toplanan fonlar (*funds raised*) ve yatırıma giden fonlar (*funds invested*) gibi değişik yatırım stratejilerini içine alır.

Girişim sermayesi fonları, büyüme potansiyeli olan veya kapasitesinin altında performans gösteren şirketlere ortak olup değerini artırdıktan sonra hisselerini satarak ekonomik kâr yaratmayı amaçlayan girişimlerdir. Bu fonların elindeki kaynak uzun vadeli yatırım yapmak isteyen varlıklı kişi ve kuruluşların, özellikle emeklilik fonlarının sağladıkları sermaye ile oluşturulmaktadır. Uzman profesyoneller tarafından yönetilen fonlar, değerini artırabileceği şirketlere ortak olurlar, şirket idaresi ve stratejisinde

Girişim sermayesi fonları, büyüme potansiyeli olan veya kapasitesinin altında performans gösteren şirketlere ortak olup değerini artırdıktan sonra hisselerini satarak ekonomik kar yaratmayı amaçlayan girişimlerdir. Bu fonların ellerindeki kaynak uzun vadeli yatırım yapmak isteyen varlıklı kişi ve kuruluşların, özellikle emeklilik fonlarının sağladıkları sermaye ile oluşturulmaktadır.

gerekli değişiklikleri yaparlar ve şirketin değeri arttığında ise (genellikle 3 ya da 5 yıl sonra) hissesini satarak yatırımdan çıkar.

Dünya'da Girişim Sermayesi

Dünya ekonomisindeki küreselleşme eğilimi girişim sermayesinin de küreselleşmesine neden olmuştur. Dünya ekonomisinde artık ulusal sınırlar girişim sermayesi için engel olmaktan çıkmıştır. Bu tip sermaye de dünya üzerindeki herhangi bir ülkeye karlı gördüğü takdirde akabilmektedir. Örneğin ABD'li sermayesi firmaları Japonya'dan sağladıkları fonlarla Avrupa'daki bazı firmaları finanse edebilmektedir.

Dünya'da Girişim Sermayesi alanında faaliyet gösteren kuruluşlar daha çok Avrupa ve Amerika'da bulunmaktadır. ABD'de "private equity" (PE) kavramı, ilk olarak 1946'da yeni kurulan veya küçük teşebbüslerin mali imkânsızlıkları, özellikle fon kaynaklarından yeteri kadar faydalanamamalarının gözlemlenmesi sonucunda ulaşılan bir yöntem olarak karşımıza çıkmaktadır. Yeni ve küçük firmalara mali destek olmanın yanı sıra, söz konusu firmaların yatırımını gerçekleştirirken, mesleki tecrübesinden faydalanılması da amaçlanmıştır. Yapılacak yatırımları teşvik etmek amacıyla, yatırımın başarısız olması durumunda yatırımcının oluşan zararı diğer faaliyetlerinden kaynaklanan gelirlerinden çıkarılması suretiyle, vergi matrahının azaltılması imkânının tanınması, "PE" yatırımlarını hızlandırmıştır. Bu dönemde özellikle varlıklı aileler tarafından tercih edilen bir yatırım aracı olmuştur.

Özel sermaye fonları 1960'lı yıllardan sonra kurumsal bir nitelik kazanarak, satın alma finansmanı, ara finansman ve köprü finansmanı şeklinde gelişimler göstermiştir. 1970'lerde ABD'de limited partnership şeklindeki yapının kullanılması ve emeklilik fonlarının "PE" alanında yatırım yapmasına ilişkin getirilen kısıtlamaların kalkması ile"PE" alanında kurumsal yatırımcıların ağırlığı artmıştır. Yine aynı dönemlerde, bu alanda yapılan yatırımlara uygulanan vergi oranının azaltılması teşvik edici olmuştur.

Ancak, ABD'de "PE" alanında esas önemli gelişme dönemi 1980 ve sonrası olmuştur. Bu dönemde girişim sermayesinin önem kazanması bu gelişmede ana etken olmuştur. Ancak,

Türkiye'de girişim sermayesi yatırımları ise özellikle 2000'li yıllardan sonra kendini göstermeye başlamıştır. Bu tarihten önce ufak tefek yatırımlar olsa dahi özellikle siyasi ve ekonomik istikrarın yakalanması ve dünyanın gelişmiş ülkelerinde yaşanan çalkantılar sermayenin Türkiye gibi ülkelere akmasına neden olmuştur. Bu sermaye akışı aynı zamanda yurtiçi fonları da harekete geçirerek bu fırsattan yararlanma yoluna itmiştir. Zaten özellikli olarak bu terimlerin kullanılması da 2000'li yıllardan sonra olmuştur.

şirket devralmalarda, birleşmelerde ve girişim sermayesi niteliğinde olmayan telekomünikasyon, basın-yayın, enerji gibi alanlarda da "PE" yönteminin tercih edilmesi ile birlikte, VC ağırlığı azalmıştır.

Türkiye'de Girişim Sermayesi

Türkiye'de girişim sermayesi yatırımları ise özellikle 2000'li yıllardan sonra kendini göstermeye başlamıştır. Bu tarihten önce ufak tefek yatırımlar olsa dahi özellikle siyasi ve ekonomik istikrarın yakalanması ve dünyanın gelişmiş ülkelerinde yaşanan çalkantılar sermayenin Türkiye gibi ülkelere akmasına neden olmuştur. Bu sermaye akışı aynı zamanda yurt içi fonları da harekete geçirerek bu fırsattan yararlanma yoluna itmiştir. Zaten özellikli olarak bu terimlerin kullanılması da 2000'li yıllardan sonra olmuştur. Son 10 yıldır bu terimlerin ve doğal olarak yatırımların ortaya çıkmasında birkaç öncü neden vardır. Bunlardan ilki 2001 krizinden sonra uygulanan sıkı tedbir politikalarının makro ekonomik göstergeler üzerinde kendini göstermesi akabinde yapılan seçimlerle birlikte de siyasi istikrarın sağlanmasıyla ekonomik başarının ve büyümenin sürdürülebilir hale gelmesidir. Bir diğer unsur ise 2004 yılıyla birlikte başlayan AB'ye katılım süreci ve bunun yabancı yatırımcılar nezdindeki olumlu yansımasıdır. Tüm bu nedenler ülkenin genç, dinamik ve tüketen nüfusuyla birleşince Türkiye hem yurtiçi hem de yurtdışı yatırımlar açısından dünyada öne çıkmayı başarmıştır. Bu süreç içinde özellikle genç nüfusun katkısıyla tüketim alışkanlıkları değişen Türkiye'de birçok bakir sektör ortaya çıkmıştır. Telekomünikasyondan enerjiye, sağlık sektöründen perakendeye kadar birçok sektörde yatırımlar açısından müthiş fırsatlar ortaya çıkmıştır. Özellikle 2000'li yılların ilk 5 yılında yapılan yatırımlara ve bunların geri dönüşlerine bakıldığında ortaya çıkan karlı tablo sonraki yıllarda bu yatırımların katlanarak devam etmesini sağlamıştır. 2000-2006 yılları arasında 200-300 milyon dolar seviyesinde gerçekleşen PE yatırımları sadece 2007 yılında 2 milyar doların üzerine çıkmıştır. 2008-2010 yılları arasında ise 50 milyar doların üzerinde bir değerle 450 anlaşmadan fazla PE yatırımı gerçekleşmiştir. Bu yatırımların artış göstermesinde, öne çıkan bakir sektörlerin yanında hükümetin özelleştirme politikaları da önemli yer tutmuştur. Yapılmasına karar verilen yatırımların genel itibariyle incelenen sektör ve şirketlerin % 5 - % 10'u üzerinden gerçekleştiği düşünülürse bundan sonraki zamanda karşımıza çıkacak potansiyelde daha iyi anlaşılmış olacaktır. Öne çıkan sektörlere bakıldığında özellikle enerji, finans, perakende ve telekomünikasyon sektörlerinin yatırımcı ilgisini oldukça fazla cezp ettiği söylenebilir. Son yıllarda bu sektörler arasına inşaat, internet ve teknoloji sektörlerinin de eklendiği görülebilir.

Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları

SPK tebliği ile birlikte girişim sermayesi şirketlerinin halka açılmak koşulu ile GSYO olarak vergisel avantaja kavuşması bu tarz yatırımların tabana yayılması açısından önemli bir dönüm noktası olmuştur. Yayınlanmış olan tebliğde belirtilen şartlar tam olarak PE şeklinde şirketlerin önünü açmasa da girişim sermayesi düşüncesinin yaygınlaşmasında önemli rol oynayacaktır. GSYO'ların PE yatırımlarından en önemi farkı; PE fonları gibi belli süreler için fon toplama yetkilerinin olmayışı ve aslında daha çok VC yatırımlarına yakın olmalarıdır. GSYO şirketleri fon toplama yetkisine sahip olamasalar bile halka açılarak belli bir miktarda fon toplama yetkisine sahiptirler. Bu şekilde kurulan şirketler kaynaklarını hem sermaye piyasası araçlarında değerlendirebilirken hem de girişim sermayesi yatı-

rımları yaparak yatırımcılarına reel sektörde karşılarına çıkacak yatırım fırsatlarından yararlanma hakkı tanımaktadırlar.

Yatırımcı Açısından Girişim Sermayesi

Yatırımcılar açısından bu tarz yatırımlara yönelmenin en önemli sebebi yatırım çeşitlendirmesi ve yüksek getiri olanağıdır. Genel olarak yatırım nedenlerini şu şekilde sıralayabiliriz;

- Profesyonel yönetim altında yüksek getiri olanağı,
- Özellikle borsada işlem görmeyen fakat yüksek potansiyel barındıran şirketlere yatırım imkânı,
- Dünyanın değişik bölgelerindeki uzun vadeli ve alternatif yatırım fırsatlarından faydalanmak,

Girişim sermayesi yatırımcıları, genel olarak alım gücü yüksek yatırımcılar, emeklilik fonları, yatırım bankaları, genel bankalar, sigorta şirketleri, vakıflar, holdingler gibi yatırımcılardır. Özelikle emeklilik fonları, sigorta şirketleri ve bankalar gibi kurumsal yatırımcılar portföylerinin küçük kısımlarını bu alana yönlendirerek hem portföy çeşitliliği sağlamaya hem de yüksek oranlı getiri elde etmeye çalışırlar.

Girişim Sermayesi Yatırım Şekilleri

Girişim sermayeleri yatırım çeşitleri genel itibariyle belli başlıklar altında sınıflandırılamazlar. Bazı şirketler avantajlı gördükleri bölgelerde sektör seçimi yapmadan fırsatları değerlendirmeye çalışırken bazıları bölgeden çok tercih ettikleri potansiyel sahibi sektörlere öncelik verirler. Bunları dışında sadece şirket büyüklüklerini temel alarak strateji geliştiren fonlar da olabileceği gibi başka şirketlerin yatırımlarına ortak olabilen Girişim Sermayelerinde bulunabilmektedir. Ana başlıklar halinde yatırım şekilleri şu şekilde sıralanabilir;

- Çekirdek Sermayesi – Tasarım Finansmanı (*Seed Capital*) (Risk Sermayesi)
- Başlangıç Finansmanı (*Start-Up Capital*) (Risk Sermayesi)
- Erken Aşama ve Geçit Finansmanı (*Early Stage and Gate Financing*) (Risk Sermayesi)
- Köprü Finansman (*Bridge Financing*)
- Kuruluşun Kendi Yönetici Kadrosu Tarafından Alınması (*Management Buy Out*)
- Şirket satın alma ve birleşme finansmanı
- Gelişme ve büyüme sermayesi
- Aile şirketleri ve holdinglerdeki dönüşüm
- Kurumsal yeniden yapılanma
- Değerinden düşük işlem gören halka açık şirketlerde ikincil paylar
- Şirket yöneticilerinin şirketi ele geçirmesi için sağlanabilecek finansman

Girişim Sermayesi Yatırımında Yönetim Stratejileri

Şirketler arasında farklılık göstermekle birlikte şirket içi yatırımlar arsında da farklılık gösterebilecek yönetim stratejileri genel olarak ikiye ayrılabilir. Şirketler ya yatırım yaptıkları şirkette azınlık hissesine sahip olup mevcut yönetime güven duyar ve sorumluluk verirler ya da yönetimsel ve operasyonel alanda etkili olabilmek adına çeşitli şartlar ortaya sunarlar. Bu şartların gerçekleşmesinde şirketin illaki çoğunluk hisselerine sahip olması gerekmemektedir.

Girişim Sermayesi Yatırımdan Çıkış Stratejileri

Girişim sermayesi olarak faaliyet gösteren şirketleri nihai amacı yatırım yapılan şirketten önceden belirlenmiş zaman aralığında çıkış gerçekleştirerek yatırımcısına kâr sağlamaktır. Kısaca çıkış stratejilerini şöyle sıralayabiliriz;

- Halka Arz
- Stratejik Ortağa Satış
- Diğer Girişim Sermayesi Fonuna Satış
- Şirket Ortaklarına-Yönetime Satış

SPK tebliği ile birlikte girişim sermayesi şirketlerinin halka açılmak koşulu ile GSYO olarak vergisel avantaja kavuşması bu tarz yatırımların tabana yayılması açısından önemli bir dönüm noktası olmuştur. Yayınlanmış olan tebliğde belirtilen şartlar tam olarak PE şeklinde şirketlerin önünü açmasa da girişim sermayesi düşüncesinin yaygınlaşmasında önemli rol oynayacaktır. GSYO'ların PE yatırımlarından en önemi farkı; PE fonları gibi belli süreler için fon toplama yetkilerinin olmayışı ve aslında daha çok VC yatırımlarına yakın olmalarıdır.

Finansman Temininde Muhasebenin Önemi



Yazı: Orçun Makal

Uluslararası Muhasebe Standartlarına Uygunluk

Muhasebe, işletme faaliyetlerinin kayıt altına alınmasında ve muhasebe sistemi kullanılarak elde edilen finansal tabloların işletme faaliyetlerini doğru ve güvenilir bir biçimde yansıtmasında önemli bir rol oynamaktadır. Bu bağlamda, işletmelerin sadece ulusal düzlemde değil, uluslararası arenada da artan, zorlu bir rekabet ortamı ile karşı karşıya kaldığı hızla küreselleşen dünyamızda, özellikle yabancı ortaklı olan ve uluslararası para ve sermaye piyasaları ile yakın ilişkide olan şirketlerin, ilgili ülkelerdeki faaliyetlerini finansal raporlama açısından konsolide etme ihtiyacı ortaya çıkmaktadır. Bununla birlikte her ülkede değişik muhasebe standartlarının bulunması, global krizler sonucu finansal tablolara duyulan güvenin azalması ve karşılaştırılabilir ve güvenilir bilgiye olan ihtiyacın sonucunda uluslararası bazda tek bir finansal muhasebe ve raporlama standardının oluşturulması gereksinimini uluslararası muhasebe standartlarının önemini arttıran unsurlar olarak sayabiliriz. Uluslararası muhasebe standartlarının uygulanmamasının benzer işlem ve olayların farklı şekilde finansal tablolara yansıtılmasına ve bunun sonucunda kredi kuruluşları ve yatırımcıların yanlış ve eksik bilgilendirilmesine neden olacağı yadsınamaz bir gerçektir. Bugün birçok şirketin gerçekleştirdiği yeni şirket alımı gibi işlemler veya sıfırdan yapılacak yatırımlar şirketin öz kaynakları ve kredi kuruluşları tarafından sağlanan kaynaklar yolu ile finanse edilmektedir. Söz konusu ekonomik aktiviteler için finansman sağlayan kredi kuruluşları ve yatırımcılar başta olmak üzere şirket ile ilişkiye giren tüm kişi ve kuruluşlar her türlü yatırım ve / veya finansman kararlarını şirketin ekonomik aktivitelerini doğru ve güvenilir bir şekilde gösteren finansal raporlar üzerinden almak zorundadır.

Bugün birçok şirketin gerçekleştirdiği yeni şirket alımı gibi işlemler veya sıfırdan yapılacak yatırımlar şirketin öz kaynakları ve kredi kuruluşları tarafından sağlanan kaynaklar yolu ile finanse edilmektedir.

Kayıtdışılığın Terk Edilmesi

Şirketlerin her türlü ticari ve finansal faaliyetlerinin muhasebeleştirilmesinde belge düzeninin ve ilgili dahili kontrol mekanizmasının yeteri kadar şeffaf ve güvenilir olmaması kayıtdışı ekonomi kavramının doğmasına ve sonuç olarak ekonomide kayıt dışılığın artmasına neden olmaktadır. Eksik, yetersiz ve

kontrol mekanizması zayıf muhasebeleştirmenin sonucunda oluşan kayıtdışı ekonomi, genel olarak istatistiki yöntemlerle tahmin edilemeyen ve Gayri Safi Milli Hasıla hesaplarına yansımayan mal ve hizmet üretimini ifade etmektedir. Kayıtdışılığın terk edilmesi için genel kabul görmüş muhasebe ilkelerinde belirtildiği gibi, bir şirketin tüm ekonomik aktivitelerinin açıklıkla ve ilgili taraflar için gerçeğe uygun olarak yansıtılması ilkesi ışığında muhasebeleştirmesi hayati bir rol oynamaktadır. Şirketlerin mali durumunu doğru yansıtabilmek için ekonomik faaliyetlerin de eksiksiz olarak finansal tablolarda yansıtılması önem taşımakta olup bunun sonucunda şirketlerin faaliyetlerinde ve dolaylı olarak da ekonomide kayıtdışı işlemlerin sayısı en aza indirilecek ve finansal tablolar şirketlerin mali durumlarını ve faaliyet sonuçlarını en doğru şekilde yansıtacaktır. Muhasebenin temel kavramlarından sosyal sorumluluk ve tam açıklama kavramları da muhasebede kayıtdışılığın terk edilerek açıklık ve şeffaflığın ön plana çıkarılmasında ve sonuç olarak kayıtdışılığın en aza indirilmesi konusunda önemlidir. Şirketlerde kayıtdışılığın olmaması ve finansal tabloların gerçeği en doğru şekilde yansıtması, finansman temininde çok büyük önem arz etmektedir. Kayıtdışılığın terk edilmesi ile oluşacak olan şeffaf ve güvenilir bir piyasada, finansman sağlayan kuruluşlar ilgili şirketin bütün ticari faaliyetlerinin doğru ve eksiksiz bir şekilde muhasebeleştirildiğinden emin olabilecek ve şirketin finansal durumunu tam olarak anladıktan sonra şirket için en uygun finansman yapısını oluşturabileceklerdir. Finansman ihtiyacına neden olan yatırımların eksiksiz ve doğru olarak muhasebeleştirilmesi aynı zamanda şirketlerin finansman ihtiyacını açıkça ortaya koyarak finansmanın temin sürecini de hızlandırmaktadır. Muhasebenin doğru olarak tutulmasının önemi finansman temini ile sınırlı olmayıp, finansman sağlandıktan sonra kredinin geri ödenmesini, finansmanla ilgili giderlerin, faiz ve kur farklarının eksiksiz ve muhasebe standartlarına uygun bir şekilde kaydedilmesini de içermektedir. Sonuç olarak, şirketler ticari faaliyetlerinin yanı sıra finansman faaliyetlerini de eksiksiz ve kurallara uygun bir şekilde kayıtlara alarak; şirketin finansal durumunu finans kuruluşları dahil olmak üzere ilgili tüm taraflara en doğru şekilde sunacaktır. Finans kuruluşlarının finansman sağlarken inceledikleri en önemli unsur, şirketin borçlarını ödeyebilecek nakdi yaratma kabiliyetidir, bu nedenle şirketin gelir ve giderlerinin, mevcut nakit durumunun, varlıklarının ve yatırımlarının, yatırımlarının nakde dönüşebilme süresinin ve ilgili birçok kalemin doğru şekilde kayıtlara alınmasının borç ödeme kapasitesinin ortaya konulmasında üzerinde önemli bir etkisi vardır. Özellikle, şirketin nakit ve nakit yaratabilme durumunu etkileyen faaliyetlerin ve varlıkların eksiksiz ve kurallara uygun olarak muhasebeleştirilmesi finansman teminini kolaylaştırıcı bir etken olacaktır.

Finans kuruluşlarının finansman sağlarken inceledikleri en önemli unsur, şirketin borçlarını ödeyebilecek nakdi yaratma kabiliyetidir, bu nedenle şirketin gelir ve giderlerinin, mevcut nakit durumunun, varlıklarının ve yatırımlarının, yatırımlarının nakde dönüşebilme süresinin ve ilgili birçok kalemin doğru şekilde kayıtlara alınmasının borç ödeme kapasitesinin ortaya konulmasında üzerinde önemli bir etkisi vardır. Özellikle, şirketin nakit ve nakit yaratabilme durumunu etkileyen faaliyetlerin ve varlıkların eksiksiz ve kurallara uygun olarak muhasebeleştirilmesi finansman teminini kolaylaştırıcı bir etken olacaktır.

Aktiflerin Şirket Envanterinde Bulunması

Şirketlerin para, mal, makine, araç, gereç, alacaklar gibi aktiflerinin şirket envanterinde yani kayıtlarında tam ve doğru olarak yansıtılması şirketin mali durumunun açıklıkla ve ilgili taraflar için gerçeğe uygun olarak anlaşılması için hayati bir önem arz etmektedir. Aktiflerin şirket envanterinde eksik olarak gösterilmesi kayıt dışılığın bir sonucu olup, firmanın gerçek gücünün ve mevcut finansal durumunun tam olarak yansıtılmasını engellemektedir. Finans kuruluşları, finansman sağlarken yaptıkla-



rı değerlendirmelerde şirketin aktiflerini de incelemektedirler. Bunların incelenmesindeki amaç, şirketin borçlarını geri ödeme kapasitesini değerlendirmeye ek olarak şirketin borçlarına teminat olarak gösterilebilecek aktiflerinin de belirlenmesidir. Bunun sonucunda, finansman sağlayan kuruluşlar söz konusu şirketin aktiflerinin eksiksiz ve doğru bir şekilde kayıtlarda tutulduğundan emin olacak ve şirketin aktif tutarını da göz önünde bulundurarak şirkete daha uygun koşullarda finansman sağlayabilecektir. Ayrıca, şirket kayıtlarıyla şirket ortaklarının kayıtlarının ayrı tutulması çok önemli olup, şirketin ekonomik faaliyetlerinde kullanılan ve şirkete ait olması gereken aktiflerin şirket sahiplerinin üzerinde kayıtlı olduğu durumlarda bu aktiflerin şirket kayıtlarına alınması gerekmektedir.

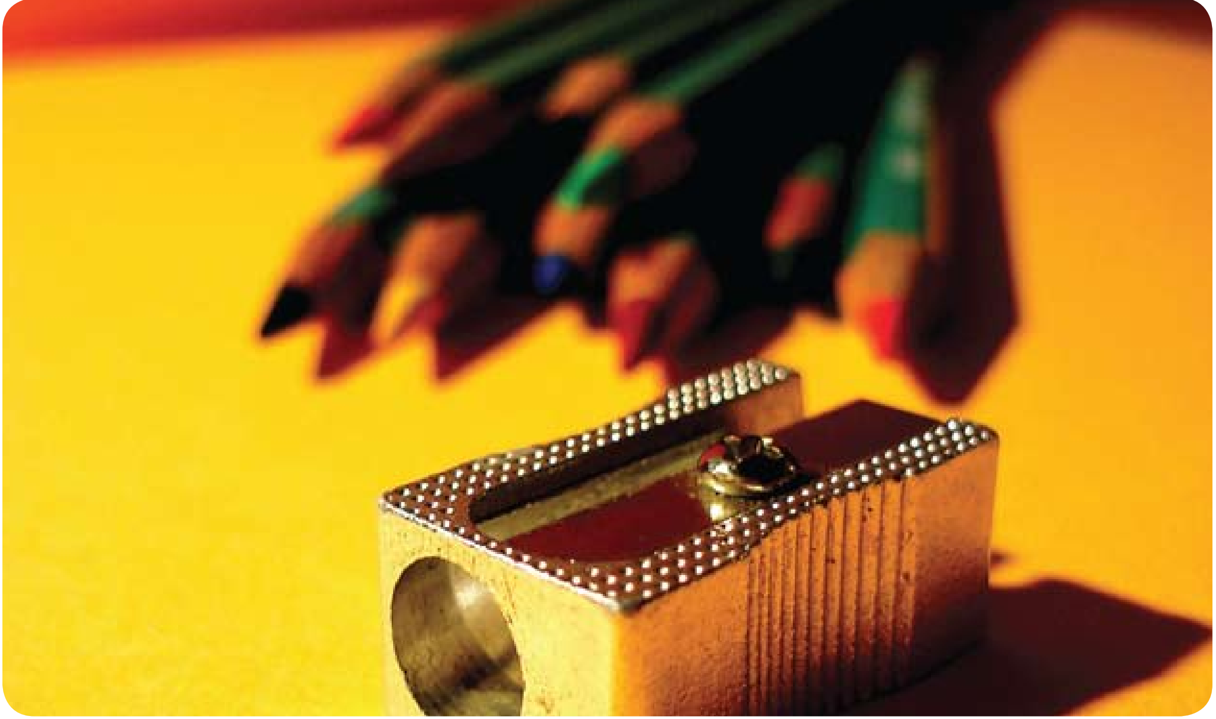
Bir şirket sahip olduğu sabit kıymetleri muhasebe kayıtlarında göstermemesi durumunda, aktif toplamını gerçeğinden az göstermiş olacak ve bu da finansman temininde şirket açısından dezavantajlı bir durum oluşturacaktır. Burada önemli olabilecek bir diğer husus da finansal borç tutarlarının ve finansman giderlerinin eksiksiz ve doğru olarak kaydedilmesidir. Tüm bunların sonucu olarak, şirketlerin finansal tabloları mevcut durumlarını en doğru şekilde yansıtacaktır ve bu da finansal tabloların üçüncü taraflara şeffaflık ve açıklık içinde sunulmasını sağlayacaktır.

Bir şirket sahip olduğu sabit kıymetleri muhasebe kayıtlarında göstermemesi durumunda, aktif toplamını gerçeğinden az göstermiş olacak ve bu da finansman temininde şirket açısından dezavantajlı bir durum oluşturacaktır. Burada önemli olabilecek bir diğer husus da finansal borç tutarlarının ve finansman giderlerinin eksiksiz ve doğru olarak kaydedilmesidir. Tüm bunların sonucu olarak, şirketlerin finansal tabloları mevcut durumlarını en doğru şekilde yansıtacaktır ve bu da finansal tabloların üçüncü taraflara şeffaflık ve açıklık içinde sunulmasını sağlayacaktır. Bu şeffaflık ve açıklığın şirketler tarafından temel prensip olarak benimsenmesi, finansman temininde hem şirketlerin hem de finans kuruluşlarının yararına olacak ve genel anlamda finans piyasalarının daha efektif bir şekilde işlemesine katkıda bulunacaktır.

Özgür Pehlivan

BM Daimi Temsilci Yardımcısı

Kamu Özel Sektör İşbirliği Modelleri (PPP) Kapsamında Proje Finansmanı



Alternatif yaratıcı bir finansman ve satın alma yöntemi olarak ortaya çıkan Kamu Özel Sektör İşbirliği (PPP) Modelleri kapsamında bir kamu malı ve hizmetinin sunumu için yapımı ve işletilmesi özel sektör tarafından üstlenilen projelerin finansmanında çeşitli fonlama araçları ve kaynakları kullanılabilmektedir. Özel sektör tarafından sunumu yapılan mal ve hizmetin bedelinin tahsilinde temel olarak üç opsiyon bulunmaktadır:

1. Nihai kullanıcıdan hizmetin bedelinin tarife ödemesi yöntemiyle tahsili,
2. Kamu kuruluşundan, kullanım miktarına bakılmaksızın bir gölge tarife üzerinden (shadowprice) veya kullanıma bağlı sabitlenmiş bir tarife üzerinden (fixedtariffs) ya da yıllık sabit ödemelerle (unitarypayment) tahsilatın yapılması,
3. Uygulamada en yaygın olduğu şekliyle, hem kamudan hemde nihai kullanıcıdan birinci ve ikinci maddelerde yer alan tahsilat yöntemlerinin bir veya bir kaçının birleşimiyle tahsilat yapılması.

Bununla birlikte, yukarıda bahse konu tahsilat yöntemleri ile elde edilen gelir akımı ancak proje tamamlanıp işletme-

PPP Proje finansmanı ne şekilde sağlanmaktadır?

PPP Proje finansmanında temel olarak üç opsiyon bulunmaktadır: 1) Nihai kullanıcıdan hizmetin bedelinin tarife ödemesi yöntemiyle tahsili, 2) Kamu kuruluşundan, kullanım miktarına bakılmaksızın bir gölge tarife üzerinden (shadowprice) veya kullanıma bağlı sabitlenmiş bir tarife üzerinden (fixedtariffs) ya da yıllık sabit ödemelerle (unitarypayment) tahsilatın yapılması, 3) Uygulamada en yaygın olduğu şekliyle, hem kamudan hem de nihai kullanıcıdan birinci ve ikinci maddelerde yer alan tahsilat yöntemlerinin bir veya bir kaçının birleşimiyle tahsilat yapılması.

ye alındıktan sonra yaratılabilmektedir. Bu nedenle, yapım ihalesi tamamlanıp, sözleşme imzalanma aşamasına geldiğinde yapım işini yapacak ve işletmeyi yürütecek olan proje şirketinin işin finansmanını teminat altına alması gerekmektedir. Bu itibarla, projenin finansal açıdan yapılabilir (fizıbıl) olması veya finansal açıdan olmasa bile sosyal ve ekonomik açıdan yapılabilir olmasına bağlı olarak aşağıda yer alan finansman araçları ile ve genellikle de bunlardan birden fazlasının beraber kullanılmasıyla PPP projeleri finansman paketleri yapılandırılmaktadır.

A. Finansman Araçları

1. Öz Sermaye

PPP projelerinin genelinde özel sektörü temsil eden proje şirketinin mali açıdan yeterliliğinin ve kapasitesinin de bir gücü olarak finansman paketinin %25'ine kadar özsermaye koyması beklenmektedir.

2. Borçlanma

Proje şirketi tarafından borçlanma iki farklı piyasadan yapılabilmektedir. Para piyasalarından bankalardan kredi temini yoluyla ve/veya sermaye piyasalarından ise tahvil ihracı yoluyla,

2.1 Banka Kredileri

Kredi piyasalarından borçlanma, ticari bankalardan piyasa şartlarında temin edilen sendikasyon (syndicationloan) ve klüp kredileri (clupdeal) yoluyla yapılmaktadır. Sözkonusu kredilerin ödemesiz döneminin, proje işletmeye alınıncaya kadar uzun tutulması ve yapım ile işletme döneminin uzunluğu dikkate alınarak piyasalardaki olası dalgalanmalara karşı faiz riskinden uzak kalınması için sabit faizle borçlanılmasında yarar görülmektedir. Genel olarak yerli ve yabancı bankaların bir arada yer aldığı sendikasyon kredileri ile fonlama sağlanmaktadır. Bu nedenle vadenin de uzun tutulabilmesi için döviz kredileri kullanılmaktadır. Bu durum yatırımcı için bir döviz riski yaratsa da büyük altyapı projelerinde tarifeler dövize endekslendiği için bu risk büyük ölçüde bertaraf edilmektedir.

2.2 Uluslararası Finansman Kuruluşları (UFK) Kredileri

Fiziksel altyapı projelerinin finansman ihtiyacının büyüklüğü, ticari bankaların da risklerini bir ölçüde minimize edebilmelerine de yardımcı olacak şekilde uluslararası finansman kuruluşlarından finansman teminini gerekli kılmaktadır. UFK'nın kredilerinin vadesinin ve geri ödemesiz dönemlerinin göreceli uzun olması ve daha ehven şartlarda fon sağlamaları toplamda finansman paketinin paçal maliyetini de düşürmektedir. IFC, EIB ve EBRD gibi kuruluşlar Türkiye'de bu alanda aktif olarak faaliyet göstermektedir.

PPP kapsamında finansman kaynakları nelerdir?

Öz sermaye: PPP projelerinin genelinde özel sektörü temsil eden proje şirketinin mali açıdan yeterliliğinin ve kapasitesinin de bir gücü olarak finansman paketinin %25'ine kadar öz sermaye koyması beklenmektedir. Borçlanma: Proje şirketi tarafından borçlanma iki farklı piyasadan yapılabilmektedir. Para piyasalarından, bankalardan kredi temini ve/veya sermaye piyasalarından tahvil ihracı yoluyla.

3. Tahvil İhracı

PPP projeleri kapsamında sermaye piyasalarından fon sağlamak üzere tahvil ihraçları gerçekleştirilebilmektedir. Tah-



Banka kredileri ne şekilde kullanılmaktadır?

Bankalara, olası dalgalanmalara karşı faiz riskinden uzak kalınması için sabit faizle borçlanılmasında yarar görülmektedir. Genel olarak yerli ve yabancı bankaların bir arada yer aldığı sendikasyon kredileri ile fonlama sağlanmaktadır. Bu nedenle, vadenin de uzun tutulabilmesi için döviz kredileri kullanılmaktadır. Uluslararası Finans Kuruluşları(UFK)'nda ise, kredilerinin vadesinin ve geri ödemesiz dönemlerinin göreceli uzun olması ve daha ehven şartlarda fon sağlamaları toplamda finansman paketinin paçal maliyetini de düşürmektedir. UFK'nın sağladığı diğer finansman kanalı da doğrudan sermayeye iştirak şeklinde olmaktadır.

vil ihracı iç piyasalarda olabileceği gibi dış piyasalarda da gerçekleştirilebilmektedir. Ancak ülkemizde sermaye piyasalarının derinliğinin bulunmaması nedeniyle bu alan bugüne kadar yaygın olarak kullanılmamıştır. Dış piyasalarda ise yoğunlukla Euro bond denilen Avrupa piyasaları tercih edilmektedir. Bilanço üzerinden tahvil ihracı yapılabileceği gibi PPP projelerinde yaygın olarak kullanılan proje tahvilleri ihracı da yapılabilmektedir. Proje tahvil ihracı işlemleri, tamamen finanse edilen projelerin gelirleri dahil varlıkları dikkate alınarak gerçekleştirilen işlemlerdir.

Geleneksel tahvil ihraçları yanı sıra PPP projelerinin doğası gereği kullanılma imkanının çok yüksek olduğu islami sermaye piyasası araçları da bulunmaktadır. Proje varlık ve gelirlerine dayalı sukuk ihracı bu alanda en uygun finansman araçlarından biri olarak görülmektedir. Bu çerçevede bu alanda faaliyet gösteren yatırım bankaları aracılığı ile çalışılabileceği gibi bir uluslararası kalkınma bankası olan İslam Kalkınma Bankası'nın programları altında da sukuk enstrümanı kullanılabilir.

4. UFK'nun doğrudan sermaye katkısı

UFK'nın sağladığı diğer finansman kanalı da doğrudan sermayeye iştirak şeklinde olmaktadır. Gelişen piyasalarda doğrudan sermaye girişini desteklemek ve özel sektörün altyapı projelerine girerek kamu hizmetlerinin sağlanmasında etkinliğin ve etkililiğin arttırılmasını teminen UFK, projelerin gerçekleşme aşamasında proje şirketleri ile ortaklık ilişkisine girmekte öz sermaye katkısında bulunmaktadır. Genel olarak projeler tamamlanıp faaliyete geçip düzenli gelir akımı oluşturmaya başladıktan sonra ticari bir değer yaratılmasını müteakip sahip oldukları hisseleri diğer ortaklara devretmekte ya da üçüncü taraflara satarak başlangıçta koydukları sermayeyi belli bir kar marjıyla geri tahsil etmektedirler.

5. UFK Garantileri

PPP Projeleri doğası gereği bünyelerinde çeşitli politik ve ticari riskleri barındırmaktadır. Söz konusu riskleri asgariye indirmek üzere riskin en iyi hangi tarafça yönetilebileceğine bağlı olarak riskler kamu ve özel sektör arasında paylaşılmaktadır. Bununla birlikte kreditörler nezdinde bu risklerin daha da düşürülebilmesine yönelik olarak üçüncü bir tarafın vereceği teminatlar PPP proje şirketlerinin fonlama maliyetlerini düşürmekte borçlanma vadelerinin de uzatılmasına imkan tanımaktadır. Bu kapsamda Uluslararası Finansman Kuruluşlarının sağladığı kredi geri ödeme ve yatırım garantileri PPP projelerinde büyük bir katkı sağlayabilmektedir.

5.1 Kredi Garantileri

Proje şirketinin ticari bankalardan sağladığı kredilerin ya da sermaye piyasalarında ihraç ettiği tahvillerin geri ödenmemesi riskine karşı UFK tarafından kreditör bankalar lehine taahhüt edilen ödeme teminatlarıdır. Söz konusu garanti anapara, faiz ve diğer bütün finansman giderlerinin tamamını kapsayabileceği gibi sadece anaparanın bir bölümünü ya da geri ödeme döneminin sadece belli yıllarını da (kısmi garanti) kapsayabilmektedir. UFK sağladığı garanti taahhüdüne karşılık makul bir garanti ücreti tahsil etmekte buna karşılık olarak proje şirketi UFK'nun kredibilitesini kullanarak

Tahvil ihracı ne şekilde kullanılmaktadır?

PPP projeleri kapsamında sermaye piyasalarından fon sağlamak üzere tahvil ihraçları gerçekleştirilmektedir. Tahvil ihracı, iç piyasalarda olabileceği gibi dış piyasalarda da gerçekleştirilir. Dış piyasalarda, yoğunlukla Euro bond denilen Avrupa piyasaları tercih edilmektedir. PPP projelerinin yapısı gereği, İslami sermaye piyasası araçları da kulanılmaktadır. Proje varlık ve gelirlerine dayalı sukuk ihracı, bu alanda en uygun finansman araçlarından biri olarak görülmektedir.

Bankalar ne gibi garantiler sunuyor?

UFK kredilerinde, kreditörler nezdinde risklerin daha da düşürülebilmesine yönelik olarak üçüncü bir tarafın vereceği teminatlar dikkate alınmakta, bu da PPP proje şirketlerinin fonlama maliyetlerini düşürmekte borçlanma vadelerinin de uzatılmasına imkan tanımaktadır. UFK'lar ayrıca, proje şirketine sağladığı krediler ya da sermaye piyasalarına ihraç ettiği tahvillerin geri ödenmeme riskine karşı kreditör bankaya ödeme teminatı taahhüt etmektedir. Bunun dışında UFK'lar politik risklere karşı da kreditör bankalara garanti sunmaktadır.

kendi borçlanma maliyetinin çok daha altında borçlanma imkanına kavuşmaktadır. IBRD, IFC ve EBRD gibi kuruluşların garanti programları kapsamında özel sektör firmalarının bu imkanlardan yararlanma imkanları mevcuttur.

5.2 Yatırım Garantileri

Gelişmekte olan ülkelerde yabancı yatırımcıların gerçekleştirdiği projeler kapsamında maruz kalacakları politik risklere karşı UFK tarafından verilen garantilerdir. Söz konusu politik riskleri yatırım yapılan devletin kar transferini engellemesi, kambiyo işlemlerine sınırlama getirmesi, kamulaştırma, kamunun sözleşme hükümlerini ihlal etmesi, üretilen mal ve hizmetin bedelinin ödeme yükümlülüğünü yerine getirmemesi veya savaş hali, iç karışıklık ya da afet durumu nedeniyle ödeme yükümlülüklerinin yerine getirilememesi durumları oluşturmaktadır. Bahse konu risklere karşı bir UFK garantisi mevcudiyeti proje şirketlerinin çok daha uygun koşullardan piyasadan borçlanma imkanlarını beraberinde getirmektedir. Dolayısıyla yatırımların geriye ödeyebilirlik durumunu iyileştirerek, yapılabilirlik unsurunu güçlendirmektedir. Dünya Bankası Grubu altındaki MIGA ve İslam Kalkınma Bankası Grubu altındaki ICIC bu alanda aktif olarak faaliyet gösteren kuruluşlardır.

B. Mali Destek Çeşitleri

PPP uygulamaları kapsamında proje şirketlerinin erişim sağladığı yukarıda değinilen finansman araçlarının yanı sıra kamunun doğrudan kaynak temin ettiği çeşitli mali destek araçları da bulunmaktadır. Ekonomik açıdan yapılabilir ve sosyal faydası yüksek olan ancak finansal açıdan yapılabilir

Gelişmekte olan ülkelerde yabancı yatırımcıların gerçekleştirdiği projeler kapsamında maruz kalacakları politik risklere karşı UFK tarafından verilen garantilerdir. Söz konusu politik riskleri yatırım yapılan devletin kar transferini engellemesi, kambiyo işlemlerine sınırlama getirmesi, kamulaştırma, kamunun sözleşme hükümlerini ihlal etmesi, üretilen mal ve hizmetin bedelinin ödeme yükümlülüğünü yerine getirmemesi veya savaş hali, iç karışıklık ya da afet durumu nedeniyle ödeme yükümlülüklerinin yerine getirilememesi durumları oluşturmaktadır.

gözükmeyen projelere özel sektörün katılımını teşvik etmek üzere kamu kesimi aşağıda başlıklar halinde değinilen mali destekleri sağlayabilmektedir:

1. Proje yatırım harcamalarının finansmanı için yapım aşamasında doğrudan fon aktarımı (hibe şeklinde),
2. Kamunun proje şirketine ortak olması ve sermaye katkısında bulunması,
3. Kamunun taahhüt ettiği garanti ve teminatlar:

A. Uygulama sözleşmesinin feshi ve proje varlıklarının kamu tarafından devir alınması durumunda proje şirketinin bankalara olan ödeme yükümlülüklerinin üstlenilmesi,

B. Asgari gelir garantisi (üretilen mal veya hizmet için miktar ve fiyat garantisi),

C. Girdi garantisi (üretim sürecinde gerekli olan temel girdilerin arzının teminat altına alınması),

D. Sigorta teminatı (proje kapsamındaki tesislerin sigorta ettirilmesi),

E. Proje uygulama aşamasında Proje şirketinin kusuru dışında gelişmelerden dolayı bir finansman ihtiyacı ortaya çıkması durumunda şirket tarafından temin edilen Köprü Kredilere (bridgefinancing) ihtiyaç hasıl olması halinde garanti verilmesi.

PPP uygulamalarına ne gibi mali destekler söz konusudur?

Doğrudan fon aktarımı (hibe şeklinde), şirkete ortak olma ve sermaye katkısında bulunma, kamunun taahhüt ettiği garanti ve teminatlar, asgari gelir garantisi, girdi garantisi, sigorta teminatı, köprü Kredilere (bridgefinancing) ihtiyaç hasıl olması halinde garanti verilmesi.

Erkan Özgüç
SPK Uzmanı

Ömer Faruk Kanca
SPK Uzman Yardımcısı

Altyapı Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Üzerine



I. Giriş

Altyapı yatırımları genellikle yüksek sermaye yatırımına ihtiyaç duyulan, büyük ölçekli, yüksek riskli, tamamlanması uzun süre alan ve geri dönüşü geç olan yatırımlardır. Eğitim, sağlık, enerji, kentsel altyapı, sulama ve ulaştırma gibi farklı alanlarda gerçekleştirilen temel altyapı yatırımları ülkemizin de içinde bulunduğu gelişmekte olan ülkeler açısından büyük önem arz etmekte, bu yatırımların gerçekleştirilmesi, hem ekonomik hem de sosyal refah düzeyinin arttırılması için vazgeçilmez bir gereklilik olarak karşımıza çıkmaktadır.

Ülkemizde çoğunlukla enerji, eğitim ve ulaşım alanlarında yoğunlaşmakta olan kamu altyapı yatırımlarının finansmanı mevcut durumda ağırlıklı olarak genel bütçeden karşılanmakta olup; kamu bütçesi kısıtı bu yatırımlar için ciddi bir sınır oluşturmaktadır. Bu durum ise ülkemiz gibi gelişmekte olan ülkelerde büyük ölçekli altyapı projelerinin gerçekleştirilebilmesi için uzun vadeli finansman ihtiyacı olduğu gerçeğini ortaya koymaktadır.

Bu çerçevede, orta ve uzun vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasalar olarak tanımlanabilen sermaye piyasa-

Altyapıdan kastedilen nedir, neleri kapsar?

Altyapı yatırımları, genellikle yüksek sermaye yatırımına ihtiyaç duyulan, büyük ölçekli, yüksek riskli, tamamlanması uzun süre alan ve geri dönüşü geç olan yatırımlardır. Ülkemizde çoğunlukla enerji, eğitim ve ulaşım alanlarında yoğunlaşmakta olup, finansmanı ağırlıklı olarak genel bütçeden karşılanmaktadır. Bu yatırımların gerçekleştirilmesi, hem ekonomik hem de sosyal refah düzeyinin arttırılması için vazgeçilmezdir.

larının, gerçekleştirilmesi uzun vadeli fon teminine bağlı olan altyapı yatırımlarının finansmanında kullanılabilmesi büyük önem arz etmektedir. Bu amaçla, Sermaye Piyasası Kurulu'nun (SPK) Seri: VI, No: 24 sayılı "Altyapı Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği" 29 Ocak 2009'da *Resmi Gazete*'de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir.

Bu düzenleme ile sermaye piyasası kurumu olarak faaliyette bulunacak olan Altyapı Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının (AGYO) kuruluşuna, portföy işletmeciliği faaliyet izinlerine, organizasyon yapılarına, ihraç edecekleri sermaye piyasası araçlarının SPK kaydına alınmasına, yatırım faaliyetlerine, kamuyu aydınlatma ve yatırımcıların bilgilendirilmesi yükümlülüklerine ilişkin esaslar getirilmiştir.

AGYO modelinin ülkemize ve sermaye piyasasına sağlayabileceği katkılar aşağıda özetlenmektedir:

Ülkemizde yatırım yapmak istemekle birlikte, altyapı konusundaki mevzuat hakkında yeterli bilgi sahibi olmayan, bu nedenle yatırım yapmaktan çekinen yabancı yatırımcıların bu alanda yapacakları yatırımları SPK denetim ve gözetiminde faaliyette bulunacak altyapı gayrimenkul yatırım ortaklıklarına aktarılabilecektir.

- Yaşam kalitesinin yükseltilmesi, rekabet gücümüzün artırılması ve sürdürülebilir büyümenin sağlanmasında altyapı yatırımları hayati öneme sahiptir. Ayrıca altyapı yatırımları, ekonomik gelişmişlik düzeyinin temel göstergelerinden biri olarak kabul edilmektedir. Bu kapsamda altyapı yatırımlarının finansmanını sağlayacak olan bu model ülkemizin gelişmişlik düzeyinin ileri seviyelere taşınabilmesine katkıda bulunacaktır.

- Mevcut durum itibariyle, altyapı yatırımları bütçe kısıtı altında finanse edilmekte olup, altyapı yatırımlarının AGYO'lar ile finanse edilmesi suretiyle, bütçe üzerinde yaratılan yükün azalacağı düşünülmektedir.

- Diğer kurumsal yatırımcılardan farklı olarak; tarım, sulama, madencilik, imalat, enerji, ulaştırma, haberleşme, bilgi teknolojileri, turizm, konut, kültür, kentsel ve kırsal altyapı, belediye hizmetleri, kentsel dönüşüm, çevre, araştırma-geliştirme hizmetleri ile eğitim, sağlık, adalet, güvenlik ve genel idare alanlarındaki altyapı yatırımlarına dayalı bir portföyü işletmek üzere kurulacak AGYO'ların, sermaye piyasalarımızdaki ürün çeşitliliğini artıracaktır.

- Ülkemizde yatırım yapmak istemekle birlikte, altyapı konusundaki mevzuat hakkında yeterli bilgi sahibi olmayan, bu nedenle yatırım yapmaktan çekinen yabancı yatırımcıların bu alanda yapacakları yatırımları SPK denetim ve gözetiminde faaliyette bulunacak altyapı gayrimenkul yatırım ortaklıklarına aktarılabilecektir.

II. SPK Düzenlemesi

SPK'nın Altyapı Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına ilişkin düzenlemesinin anahatlarına aşağıda yer verilmektedir.

AGYO'lar neden SPK'ya bağlı bir sermaye piyasası kurumu olarak çalışmaktadır?

Sermaye piyasalarının, gerçekleştirilmesi uzun vadeli fon teminine bağlı olan altyapı yatırımlarının finansmanında kullanılabilmesi büyük önem arz etmektedir. Bu amaçla devlet, Sermaye Piyasası Kurulu'nun (SPK) Seri: VI, No: 24 sayılı "Altyapı Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği" 29 Ocak 2009'da *Resmi Gazete*'de yayımlayarak, yatırımı yapacak şirketlerin SPK kaydına alınmasına, yatırım faaliyetlerine, kamuyu aydınlatma ve yatırımcıların bilgilendirilmesi yükümlülüklerine ilişkin esaslar getirerek kontrol altına almıştır.

AGYO modelinin ülkemize ve sermaye piyasasına sağlayabileceği katkılar nelerdir?

- Yaşam kalitesinin yükseltilmesi, rekabet gücümüzün artırılması ve sürdürülebilir büyümenin sağlanması mümkün olacaktır.
- Bütçe üzerinde yaratılan yük azalacaktır.
- Sermaye piyasalarımızdaki ürün çeşitliliğini artıracaktır.
- Yabancı yatırımcılar, yatırımlarını SPK denetim ve gözetiminde faaliyette bulunacak altyapı gayrimenkul yatırım ortaklıklarına aktarılabilecektir.

AGYO'lar nasıl kurulabilir?

AGYO'lar, ani usulde kurulabilecekleri gibi tebliğde belirtilen durumlarla sınırlı olmak üzere mevcut şirketlerin dönüşümü ile de kurulabilirler.
Ani usulde kurulacak ortaklıklarda aranan bazı şartlar şunlardır:
- Kayıtlı sermayeli olarak anonim ortaklık şeklinde kurulması,
- Asgari yüzde 10'u nakit karşılığı olmak üzere başlangıç sermayesinin 100 milyon TL'den az olmaması,
- Kurucu ortaklardan en az birinin lider sermayedar olması.

II.1. Kuruluş/Dönüşüm

Süreli veya süresiz olarak kurulabilen AGYO'lar, ani usulde kurulabilecekleri gibi Tebliğ'de belirtilen durumlarla sınırlı olmak üzere mevcut şirketlerin dönüşümü ile de kurulabilirler.

Ani usulde kurulacak ortaklıklarda aranan bazı şartlar şunlardır:

- Kayıtlı sermayeli olarak anonim ortaklık şeklinde kurulması,
- Asgari yüzde 10'u nakit karşılığı olmak üzere başlangıç sermayesinin 100 milyon TL'den az olmaması,
- Kurucu ortaklardan en az birinin lider sermayedar olması.



İSTİSNA 1: Kurucu ortaklardan en az birinin kamu kurum ve kuruluşu niteliğinde tüzel kişi olması ve ortaklık sermayesine, en az yüzde 20 oranında iştirak etmesi halinde sermayenin asgari yüzde 10'unun nakit karşılığı olması şartı aranmaz.

İSTİSNA 2: Kurucu ortaklardan en az birinin kamu kurum ve kuruluşu niteliğinde tüzel kişi olması ve ortaklık sermayesine, en az yüzde 80 oranında iştirak etmesi halinde başlangıç sermayesi 5 milyon TL olarak uygulanır. Ancak, pay arzının çıkarılmış sermaye artırımı şeklinde yapılması sonucunda çıkarılmış sermayenin 100 milyon TL'ye ulaşması zorunludur.

Ortaklıklar kuruluşlarında ve sermaye artırımlarında, TTK hükümleri çerçevesinde ve Tebliğ'deki şartları sağlayarak ayni sermaye koyabilirler. Ancak, gerek kuruluşta gerekse sermaye artırımı sonrasında, çıkarılmış sermayenin nakden ödenen kısmının mevzuatta belirlenen oranların altına düşmemesi gerekmektedir.

Münhasıran belirli bir projenin gerçekleştirilmesi amacıyla kurulan ortaklıklarda, ortaklığın faaliyet konusu ile doğrudan ilgili olması koşuluyla, gayrimenkul ile gayrimenkul üzerindeki sair ayni haklar dışında kalan maddi ve gayrimaddi varlıkların ayni sermaye olarak konulabilmesine de imkân sağlanabilmektedir.

Bunun yanı sıra ortaklar ve lider sermayedarın Tebliğ ile öngörülen şartları taşımaları zorunludur.

II.2. Lider Sermayedar

AGYO'larda kurucu ortaklardan en az birinin lider sermayedar olması zorunlu tutulmuştur. Lider sermayedar ise ortaklıkta tek başına veya bir araya gelmek suretiyle sermayenin asgari yüzde 20'si oranında pay sahibi olan ve bu Tebliğ'deki

Lider sermayedar nedir?

AGYO'larda kurucu ortaklardan en az birinin lider sermayedar olması zorunlu tutulmuştur. Lider sermayedar ise, ortaklıkta tek başına veya bir araya gelmek suretiyle sermayenin asgari yüzde 20'si oranında pay sahibi olan ve bu tebliğdeki şartları taşıyan ortak ya da ortaklar şeklinde tanımlanmıştır.

şartları taşıyan ortak ya da ortaklar şeklinde tanımlanmıştır. Lider sermayedarın sahip olması gereken mali gücü ilişkin bazı alt limitler mevcuttur. Kamu kurum ve tüzel kişileri ile kamu yararına faaliyet gösteren tüzel kişilerde kendi özel mevzuatlarında aranan şartlar dışında lider sermayedara ilişkin mali yeterlilik şartları aranmayabilir.

AGYO'lar nasıl halka arz edilir?

AGYO'ların ortaklığın çıkarılmış sermayesinin asgari yüzde 49'u oranındaki paylarının nitelikli yatırımcılara veya önceden belirlenmiş yatırımcılara veya halka arz edilmesi zorunludur. Bu da çıkarılmış sermayesinin;

a) 200 milyon TL'den az olması halinde portföy işletmeciliği faaliyet yetki belgesinin tescilini müteakip 2 yıl içinde,

b) 200 milyon TL ve daha fazla olması halinde portföy işletmeciliği faaliyet yetki belgesinin tescilini müteakip 4 yıl içinde gerçekleştirilmelidir.

II.3. AGYO'ların Halka Arzı

AGYO'ların çıkarılmış sermayesinin;
a) 200 milyon TL'den az olması halinde portföy işletmeciliği faaliyet yetki belgesinin tescilini müteakip 2 yıl içinde,
b) 200 milyon TL ve daha fazla olması halinde portföy işletmeciliği faaliyet yetki belgesinin tescilini müteakip 4 yıl içinde ortaklığın çıkarılmış sermayesinin asgari yüzde 49'u oranındaki paylarının nitelikli yatırımcılara veya önceden belirlenmiş yatırımcılara veya halka arz edilmesi zorunludur. Asgari yüzde 49 oranına, bir veya birden fazla arz sonucu ulaşılması mümkündür.

II.4. Portföye Alınabilecek Varlıklar ve Portföy Yönetimi

AGYO'ların portföye alabilecekleri varlıklar ve faaliyetlerine ilişkin esaslar SPK düzenlemesi ile ayrıntılı olarak belirlenmiştir. Buna göre AGYO'lar,

- Altyapı yatırım ve hizmetlerine,
- Altyapı yatırım ve hizmetlerine ilişkin projelere,
- Yukarıdaki unsurlara dayalı hak ve sermaye piyasası araçlarına,
- Ortak olmak veya borçlanma senedi satın almak suretiyle altyapı şirketine,
- Ortak olmak veya borçlanma senedi satın almak suretiyle diğer altyapı gayrimenkul yatırım ortaklıklarına,
- Ortak olmak suretiyle işletmeci şirketlere,
- Bunlar dışında kalan para ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilirler.

Bu altyapı yatırımlarında, ilgili mevzuat uyarınca gerekli tüm izinlerin alınmış olması, müteahhitler ile yapılan sözleşmeler çerçevesinde, inşaat riski ile operasyonel riskin müteahhitlere aktarılması gibi şartlar bulunmaktadır. Bunun yanında AGYO portföyünde yer alan altyapı yatırım ve hizmet projeleri kapsamında inşa edilmiş veya edilmekte olan tesislerin oluşabilecek her tür hasara karşı rayiç değerleri dikkate alınarak sigortalanması zorunludur.

III. AGYO'ların Vergilendirilmesine İlişkin Esaslar

AGYO, bir gayrimenkul yatırım ortaklığı türü olarak modellenmiş bir sermaye piyasası kurumudur. AGYO'nun bu şekilde bir gayrimenkul yatırım ortaklığı türü olarak değerlendirilmesi nedeniyle gayrimenkul yatırım ortaklıkları ile aynı vergisel düzenlemelere tabi olmaktadırlar. Bu kapsamda, Kurumlar Vergisi Kanunu'nun gayrimenkul yatırım fonları veya ortaklıklarının kazançlarını kurumlar vergisinden müstesna tuttuğu dikkate alındığında, AGYO'nun da kazançlarının kurumlar vergisinden müstesna tutulması gerektiği anlaşılmaktadır.

AGYO'lar nerelere yatırım yapabilirler?

- Altyapı yatırım ve hizmetlerine,
- Altyapı yatırım ve hizmetlerine ilişkin projelere,
- Yukarıdaki unsurlara dayalı hak ve sermaye piyasası araçlarına,
- Ortak olmak veya borçlanma senedi satın almak suretiyle altyapı şirketine,
- Ortak olmak veya borçlanma senedi satın almak suretiyle diğer altyapı gayrimenkul yatırım ortaklıklarına,
- Ortak olmak suretiyle işletmeci şirketlere,
- Bunlar dışında kalan para ve sermaye piyasası araçlarına.

Murat Haholu

SPK Gözetim
Grup Başkanı

Sukuk İhraçları ve Ülkemizdeki Sukuk Düzenlemeleri



1- GİRİŞ

Sukuk: Son yıllarda finansal gündemde sıkça yer alan bu kelime ülkemiz sermaye piyasalarında yeni olmakla birlikte gittikçe bilinen bir kavram haline gelmektedir. Özellikle dördüncü yılına girmiş olan çalkantılı global ekonomik durum alternatif finansman araçlarına olan ilgiyi önemli oranda artırmıştır. Varlık temelli yapısı sukuku öne çıkarmış, ayrıca Körfez sermayesinin Batı ülkelerinin sermaye piyasalarına çekilmesini sağlamak için sukuk ihraçları yoğun olarak kullanılmaya başlanmıştır. Sukuk sadece İslam ülkelerinde değil Batı ülkelerinde de yasal düzenlemeler yapılan bir konuma gelmiş olup, Batı ülkeleri İslami finans merkezi olmak için adeta bir yarış halindedirler.

Sukuku daha iyi anlayabilmek için İslami finansal piyasalara değinmek yararlı olacaktır. İslami finansal piyasalar İslami bankacılık, İslami sermaye piyasası ve İslami sigortacılık olmak üzere üç başlık altında incelenebilir. İslami finans piyasasının büyüklüğünün 2012 yılı için yaklaşık 1.300 milyar USD olacağı tahmin edilmektedir.

İslami finansman yöntemlerinde Anglosakson hukuk sistemine sahip İngiltere'de önemli ilerlemeler görülmekte-

Sukuk: Son yıllarda finansal gündemde sıkça yer alan bu kelime ülkemiz sermaye piyasalarında yeni olmakla birlikte gittikçe bilinen bir kavram haline gelmektedir. Özellikle dördüncü yılına girmiş olan çalkantılı global ekonomik durum alternatif finansman araçlarına olan ilgiyi önemli oranda artırmıştır. Varlık temelli yapısı sukuku öne çıkarmış, ayrıca Körfez sermayesinin Batı ülkelerinin sermaye piyasalarına çekilmesini sağlamak için sukuk ihraçları yoğun olarak kullanılmaya başlanmıştır.

dir. Bugün itibariyle, İslami finansman alanında bankacılık büyük bir paya sahip durumdadır. Ancak, sigortacılık ve sermaye piyasası araçlarında da hızlı bir gelişim gözlenmektedir.

İslami finansal kurumlar ise, ticari İslami bankalar, İslami sigorta kurumları, İslami yatırım kurumları, İslami yatırım bankaları, İslami varlık yönetim şirketleri olarak sayılabilir. Diğer taraftan, İslami finansal ürünler ticari bankaların ürünleri, İslami sigorta ürünleri, İslami yatırım fonları, İslami bonolar, İslami kriterlere uygun hisse senetlerini kapsamaktadır. İslami bankacılık ve sigortacılıktaki gelişmelere paralel olarak, sermaye piyasası da oluşmuştur. Malezya, Kuveyt, Sudan ve İran gibi ülkelerdeki bankalar, likidite yönetimi için İslami sermaye piyasası araçlarını kullanmaktadırlar.

Bu çalışmada, İslami finansman yöntemi sermaye piyasası açısından incelenecek ve ülkemiz hukukundaki sukuk düzenlemelerine değinilecektir.

2- SUKUK

a) Sukuk Nedir?

Sukuk, İslami finansman yöntemlerine uygun olarak ihraç edilen menkul kıymetlerdir. Sukuk, İslami tahviller olarak da adlandırılabilir. Sukuk, kelime olarak Arapça "Sak" kökünden gelmekte olup, sertifika veya vesika anlamına gelmektedir. Sukuk ise "Sak" kelimesinin çoğuludur ve sertifikalar anlamına gelir. Arapça'da bono ve tahviller için "Senet" kelimesi kullanılırken; İslami tahvil olan saklar için ise, "Sukuk" kelimesi kullanılmaktadır. Bu çerçevede "finansal sertifika" anlamına gelen ve çok çeşitli çalışmalarda tahvilin İslami muadili olarak tanımlanarak "İslam tahvili" adını alan sukuk, faizsiz olması özelliği ile İslami esaslara uygun bir menkul kıymet olarak kabul edilmektedir.



En basit şekliyle sukuk bir varlığa sahip olmayı veya ondan yararlanma hakkını göstermektedir. Sukukta yer alan hak-iddia sadece nakit akışı hakkı değil aynı zamanda mülkiyet hakkıdır. Bu yönüyle sukuk geleneksel tahvillerden ayrılır. Geleneksel tahviller faiz taşıyan menkul kıymetlerden oluşurken, sukuk temel olarak varlık sepetinde mülkiyet hakkından oluşan menkul kıymettir. Sukuk, yatırımcısına faiz yerine finanse edildiği varlıktan elde edilen gelir/kârdan pay verdiği için geleneksel tahvillerle karşılaştırılarak değerlendirilmektedir. Tahvil borca dayalı sertifika; sukuk ise varlığa dayalı sertifika olarak nitelendirilebilir. Tahvil, ödünç para bulmak için çıkarılan borç senedidir. Buna karşılık sukukta, sukuk alıcısı ilgili varlıkta tam tasarruf hakkı kazanmaktadır. Sonuç olarak sukuk alıcısına sukuk varlıklarının satılmasından oluşacak hasılatın yanında sukuk varlıklarından elde edilen gelirlerden de pay alma hakkı verilmektedir. Sukuk ile tahvili birbirinden ayıran diğer bir özellik şudur. Tahvil ihraççının borcunu temsil ederken, sukuk ilgili varlıkta payı oranında malikliği temsil etmektedir. Öte yandan teknik olarak varlık senedi veya menkul kıymetleştirilmiş varlık (*securitized assets*) şeklinde de isimlendirilebilecek olan sukuk, diğer senetlerden farklı olarak varlığa dayanmak zorundadır. Sukuk sisteminin işleyişinde temelinde gerçek bir ticari ilişki ve gözle görülebilir maddi bir gerçeklik olmak zorundadır. Senet ve sukuk olarak isimlendirmenin altında da bu gerçeklik bulunmaktadır.

Sukuk sistemini anlamak için öncelikle Varlığa Dayalı Menkul Kıymet (VDMK) sistemini bilmek gerekmektedir. VDMK sisteminde alacak portföyüne sahip olan şirket, bu portföyü özel amaçlı şirkete (*Special Purpose Vehicle/SPV*) satmakta ve SPV ise portföyü menkul kıymete dönüştürmektedir. Bu arada yatırım bankaları da bu kıymetlerin yatırımcılara satılmasına aracılık etmektedirler. Sukuk sisteminde de, elle tutulur, gerçek ticari ilişkilerden doğan alacakların (örneğin kâr-zarar ortaklığı) veya finansal kiralama sözleşmesinden doğan alacakların varlığa dayalı olarak menkul kıymetleştirilmesi söz konusu olduğundan, sukuk varlığa dayalı tahvil olarak da adlandırılabilir.

Sukuk Nedir?

Sukuk, İslami finansman yöntemlerine uygun olarak ihraç edilen menkul kıymetlerdir. İslami tahviller olarak da adlandırılabilir. Sukukta yer alan hak-iddia, sadece nakit akışı hakkı değil aynı zamanda mülkiyet hakkıdır. Bu yönüyle sukuk, geleneksel tahvillerden ayrılır, varlığa dayalı sertifika olarak da nitelendirilir.

Sukuk türleri nelerdir?

Endekslendiği esasa göre;
Proje Endeksli Sukuk: Bu kategoride proje endeksli sukuk aracılığıyla fon sağlanmaktadır. Öncelikle projeye yönelik bir girişim olarak özel amaçlı şirket (Special Purpose Vehicle-SPV) oluşturulmakta ve bu SPV sukuk ihraç etmektedir. Varlığa Endeksli Sukuk: Bu sukukta, varlıklardan elde edilecek kazanç hakkının yatırımcılara satılmasıyla fon sağlanmaktadır. İtfa tarihinde devlet, SPV'den varlığı geri satın almakta ve bu işlemden elde edilen gelirle sukuk anaparası yatırımcılara ödenmektedir.

Bilanço Endeksli Sukuk: Bu tür sukukta örneğin bir banka, müşterilerinin çeşitli projelerini finanse etmek için sukuk ihraç etmekte ve böylece projelerin kaynağını uluslararası sermaye piyasalarından temin etmektedir.

Dayandığı finansman modeline göre;
Mudaraba sukuk: Mudaraba sukukta sertifika ihraççısı mudaribtir (girişimci). Fon verenler sermaye sahipleridir ve toplanan fonlar mudaraba sermayesidir. Sertifika sahipleri,mudaraba faaliyetindeki varlıkların ve anlaşma başına düşen kar payının sahibidir, eğer gerçekleşirse kayıpları da üstlenirler.

Selem Sukuk (Selem Tahvil): Selem sermayesi toplamak için eş değerli olarak ihraç edilen belgelerdir. Toplanan bu sermaye ile ihraç olan belgeleri alanlar selem bazlı satılan malların mülkiyetini almış olur. Belgeleri ihraç eden bu malların satıcısıdır.

İstisna Sukuk: İstisna sukuk, sertifika sahibinin sahip olduğu ürünleri imal için gerekli fonların sağlanması amacıyla ihraç edilen ve eşit değer taşıyan sertifikalardır. Üyelikten elde edilen fonlar ürünün maliyetiyken, sertifikaları ihraç edenler üreticiler (satıcı/tedarikçi) ve üyeler ise planlanan ürünün alıcılarıdır.

Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI) - İslami Finans Kurumları Muhasebe ve Denetim Organizasyonu "sukuk" tanımını şöyle yapmaktadır:

Sukuk, ihraç edildikten sonra eşit değerleri temsil eden; ihraçtan elde edilen tutarların önceden planlanan şekilde yatırım yapıldığı; yapılan yatırım türüne göre duran varlıklar ve benzerleri üzerindeki haklar ve payların (intifa-kullanım hakkı dahil) temsil edildiği ya da bir projede veya özel bir yatırım faaliyetinde ortaklık hakkı veren sertifikalardır. Geleneksel yatırımcılar yatırım yaparken, yatırım yaptıkları araçtan elde edilen finansmanın ne için kullanılacağına çok dikkat etmezken, sukuk malikleri yatırımlarının ne için kullanılacağını dini nedenlerle bilmek istemektedirler. Yaptıkları sukuk yatırımı, ilgili varlıkta tam tasarruf hakkı kazandırmakta ve sukukun dayandığı varlıkların satılmasından oluşacak hasılatın yanında, bu varlıklardan elde edilen gelirlerden de pay alma hakkı vermektedir. Sukuk oransal mülkiyeti temsil etmekte ve sukuk sahibi belli bir süre için, belli bir varlığın yaratacağı nakit akımından doğacak risk ve getiriye sahip olmaktadır. Sukuk ihracının belli bir vadesi olması ve mülkiyetin şirketin belli bir varlığı ile sınırlı olması sukuku hisse senedinden ayırmaktadır.

Sukuk adı verilen İslami finansman sertifikaları belli bir varlığın leasing, vadeli olarak varlık alım ve satımı veya adi ortaklık üzerine yapılandırılmış bir yatırım aracıdır. Geleneksel borçlanma aracı olan tahvillerden farklı olarak bir varlığa dayalı olarak çıkartılması şarttır. Ayrıca, İslami esaslara uygunluğunun kabul görmüş bir merci tarafından onaylanması gerekmektedir. Sukukta gelecekteki nakit akımlarının İslami esaslara uygun iskonto oranı, reel geliri temsil etmektedir. Bir yanda geleneksel yapıda sermayenin belli vadede faiz geliri getirmesi söz konusu iken İslami esaslara uygun üretken faaliyetlerle aynı gelir elde edilmektedir.

b) Sukuk Türleri

i) Endekslendiği Esasa Göre

Sukukun, proje, varlık ve bilanço endeksli olarak aşağıdaki şekilde genel kullanım alanları bulunmaktadır.

Proje Endeksli Sukuk: Bu kategoride proje endeksli sukuk aracılığıyla fon sağlanmaktadır. Öncelikle projenin gerçekleştirilmesi için projeye yönelik bir girişim olarak özel amaçlı şirket (*Special Purpose Vehicle*-SPV) oluşturulmakta ve bu SPV sukuk ihraç etmektedir. Bu sukuk türüne Katar Hükümeti tarafından 2003 yılında Doha'daki Hamad Medikal Merkezi'nin inşaatı için kaynak sağlanması amacıyla çıkartılan Katar Global Sukuku örnek verilebilir. Bu projenin gerçekleştirilmesi için özel proje ortak girişimi (SPV, Katar

Global Sukuku) oluşturulmuştur. Bu amaçla Ekim 2010 vadeli 700 milyon USD değerinde sukuk ihraç edilmiştir. Sukukun yıllık değişken getiri oranı libor+0,45 olarak belirlenmiştir.

Varlığa Endeksli Sukuk: Bu sukukta, varlıklardan elde edilecek kazanç hakkının yatırımcılara satılmasıyla fon sağlanmaktadır. İtfa tarihinde devlet, SPV'den varlığı geri satın almakta ve bu işlemden elde edilen gelirle sukuk anaparası yatırımcılara ödenmektedir. Bu sukuk türüne, Malezya Hükümeti tarafından 2002 yılında icara sukuk yoluyla gerçekleştirilen 600 milyon USD'lik ihraç örnek verilebilir. Buna göre, Malezya Hükümeti tarafından özel amaçlı şirkete (SPV) satılan arazi parselinin kazanç hakkı yatırımcılara beş yıl için yeniden satılmıştır. SPV mülkiyet haklarını güvence altında tutarak yatırımcılara değişken oranlı sukuk ihraç etmiştir. Varlık endeksli diğer bir sukuk örneği de Bahreyn havalimanının genişletilmesini fonlamak için ihraç edilen 250 milyon USD değerindeki beş yıllık icara sukuktur.

Bilanço Endeksli Sukuk: Bu tür sukukta örneğin bir banka, müşterilerinin çeşitli projelerini finanse etmek için sukuk ihraç etmekte ve böylece projelerin kaynağını uluslararası sermaye piyasalarından temin etmektedir. Bu tür sukuka İslam Kalkınma Bankası tarafından 2003 yılı Ağustos ayında ihraç edilen sukuk örnek verilebilir. Banka, üye ülkelerin çeşitli projelerini finanse etmek için sukuk ihraç etmiştir. Banka, projenin kaynağını uluslararası sermaye piyasasına 400 milyon USD değerinde 2008 vadeli beş yıllık sukuk ihraç ederek sağlamıştır.

Tahvili ihraç eden taraf, belli bir projenin ya da aktivitenin gerçekleştirilmesi için kurulmuş bir ortaklığa daveti yapan taraftır. Fon sağlayıcılar (katılımcılar) müşaraka sözleşmesinde ortak konumundadırlar. Toplanan fonlar, katılımcıların, müşaraka sermayesine olan katkısını hisse olarak temsil etmektedir. Tahvil sahipleri, ortaklığın varlıklarının da sahibi konumunda olup, gerçekleşecek karda hak sahibidirler.

ii) Dayandığı Finansman Modeline Göre

Mudaraba Sukuk: Mudaraba, her türlü girişime kar-zarar ortaklığı kapsamında yönetim desteği vererek özsermaye temin edilmesi olup, bu açıdan risk sermayesine benzer bir yapı çizmektedir. Mudaraba sukukta sertifika ihraççısı mudaribtir (girişimci). Fon verenler sermaye sahipleridir



ve toplanan fonlar mudaraba sermayesidir. Sertifika sahipleri mudaraba faaliyetindeki varlıkların ve anlaşma başına düşen kar payının sahibidir. Sertifika sahipleri, eğer gerçekleşirse kayıpları da üstlenirler. Mudaraba sukuk, ortak mülkiyeti ifade eder ve sukuk ihraç edene karşı özel projelerde sukuk alıcısına hisse hakkı verir. Mudaraba sukuk sözleşmesi, ihraç ile ilgili sermayenin türü, getiri oranı ve diğer şartların şer-i hükümlere uygunluğunu gösteren tüm bilgilerin yer aldığı ihracın tanıtımındaki resmi bildirime dayanır.
İşlem adımları;
- Mudarib, proje sahibiyle projenin görevlendirmesi/inşası için anlaşmaya varır.
- Mudarib, fon sağlamak için sukuk ihraç eder.
- Mudarib, proje tamamlanınca sahibine teslim eder.



Müşaraka Sukuk: Müşaraka sukukta, sukuku ihraç eden taraf belli bir projenin ya da faaliyetin gerçekleştirilmesi için kurulmuş bir özel amaçlı şirkete (SPV) daveti yapan taraftır. Fon sağlayıcılar müşaraka sözleşmesinde ortak konumundadırlar. Toplanan fonlar, katılımcıların, müşaraka sermayesine olan katkısını hisse olarak temsil etmektedir. Sukuk sahipleri ortaklığın varlıklarının da sahibi olup, gerçekleşecek karda hak sahibidirler.

Müşarakanın mudarabadan temel farkı sermayenin her iki taraftan da gelmesidir. AAOIFI tarafından belirlenmiş finansal muhasebe standardı Müşaraka sukuku tanımlamıştır. Bu standarda göre;

"Tahvili ihraç eden taraf, belli bir projenin ya da aktivitenin gerçekleştirilmesi için kurulmuş bir ortaklığa daveti yapan taraftır. Fon sağlayıcılar (katılımcılar) müşaraka sözleşmesinde ortak konumundadırlar. Toplanan fonlar, katılımcıların, müşaraka sermayesine olan katkısını hisse olarak temsil etmektedir. Tahvil sahipleri, ortaklığın varlıklarının da sahibi konumunda olup, gerçekleşecek karda hak sahibidirler."

Müşaraka sukuk, ortaklık sözleşmesine dayalı mevcut bir işin finansmanını geliştirmek veya yeni bir projeyi tesis etmek için kullanılır. Sertifikayı elinde bulunduranlar hisseleri oranında projenin veya faaliyetin sahibi olurlar. Her ne kadar bu sertifikalara sahip olunmasıyla likit olmayan varlıklar üzerinde mülkiyet doğsa da, Müşaraka tahvilleri ikincil piyasada alınıp satılabildiğinden, likit özelliğe sahiptir. Bir başka deyişle Müşaraka sertifikaları ciro edilebilir enstrüman olarak işlem görür ve ikincil piyasalarda alınıp satılabilir. Müşaraka sukuk ile sahip olunan varlıklar likit (para, alacak ya da avans niteliğinde) ise, şer-i hükümler bu tür sukukun alınıp satılmasını uygun görmemektedir.

İşlem adımları;
- Muşarık, yatırımcıları yeni kurulacak veya var olan bir ortaklığa ortak olmaya davet eder.
- Muşarık, fon sağlamak için sukuk ihraç eder.
- Proje tamamlanınca elde edilen gelir taraflar arasında paylaşılır.

Muşaraka'da sukuk ihraççısı genellikle SPV olarak kurulmakta ve ana şirketin (sponsor) mülkiyetinde olmaktadır. Muşaraka, yönetim anlaşması çerçevesinde sponsor tarafından yönetilmekte olup, önceden belirlenen plan çerçevesinde varlıkları ve adi ortaklıktaki fonları yönetmektedir. Bu çerçevede, sukuk malikleri ihraççının müşarakadaki hissesinden dolayı yapılan ödemelerden pay almakta olup, bu açıdan geleneksel faizli borçlanma araçlarından ayrılmaktadır.

İcara Sukuk: İcara sukukta, taraflardan biri, müşterinin kira ücreti ödeyerek kullanmak istediği teçhizatı satın alarak, müşteriye kira ücreti mukabilinde kiralamakta, kira süresi ve ücreti önceden belirlenmekte ve sözleşmenin konusu olan varlığın mülkiyeti kiralayanda kalmaktadır. Bu sukuk türü sahibine kiradaki bir gayrimenkuldeki eşit ortaklığın sahipliğini veya gayrimenkulün intifa hakkını sunar. İcara sukuk, sahiplerine gayrimenkulün mülkiyet hakkını, kirasını almayı ve sukuku kiracının haklarını etkilemeyecek

şekilde elden çıkarma mesela alım-satımını yapma hakkını tanır. İcara sukuk sahipleri söz konusu gayrimenkulün bakım maliyetlerini üstlenmektedirler.

İslami menkul kıymetler içerisinde en çok rağbet gören ürünler olma özelliğini sürdüren icara sukuk, geleneksel anlamdaki varlığa dayalı menkul kıymetlere benzemekte, tahvilin dayanağı olan varlıktaki oransal mülkiyeti gösterdiği için, nominal değer, primli değer ya da indirimli değer üzerinden alınıp satılabilmektedir. İcara sukukta, finans kurumunun varlığı satın almasına ilişkin anlaşma, varlığın sigortalaması ve sürdürülmesi için kiralayanın görevlendirildiğine ilişkin hizmet anlaşması ile finansal kiralama durumunda kiralama döneminin sonunda kiralananın kiracıya satışına ilişkin yüklenim anlaşması başlıca dokümanlardır.

Bir icara sözleşmesi yapılırken söz konusu varlığın kiralanabilir olduğu ve kira miktarının ne kadar olduğunu tarafların açıkça biliyor olması gerekmektedir. Kira tutarı kiralamanın ilk döneminde açıkça ve sonraki dönemler için yenilenerek belirlenebilir.

İşlem adımları;
-Yükümlü söz konusu varlığı önceden anlaşılmış olan fiyattan özel proje ortak girişimine satar.
- SPV satın aldığı fiyata eşit şekilde sukuk sertifikası ihraç ederek finansmanı sağlar.
- Kira sözleşmesi, belirlenmiş bir süre için yükümlünün varlığı kiracı olarak yeniden kiralamasıyla SPV ve yükümlü arasında imzalanır.
- SPV yükümlüden periyodik olarak kirayı alır.
- Kira tutarı yatırımcılara (sukuk sahiplerine) dağıtılır.
- Vadede veya parçalanma durumunda, SPV önceden belirlenmiş bir fiyattan varlığı yükümlüye geri satar. Bu tutar icara sukukun şartlarındaki tüm borçlara eşit olmalıdır.

İcara sukukun başlıca özellikleri aşağıda verilmektedir:
• İcara sukuk, kira sözleşmesine bağlı bulunan, tanımlanmış ve mevcut bulunan bir varlığın mülkiyetini temsil etmektedir. Bu nedenle, icara sukuk, piyasa tarafından belirlenmiş bir fiyat üzerinden alınıp satılabilmektedir.
• Bazı icara sukukta, sigorta ve benzeri giderler önceden kusursuz bir şekilde belirlenemeyeceğinden, beklenen net getiri önceden belirlenmiş ve tamamen sabitlenmiş olmayabilir. Bu nedenle bazı durumlarda, tahvilde belirtilmiş kira geliri maksimum getiriyi temsil etmektedir.
• İcara sukuk, ikincil piyasada alınıp satılabilme niteliğine sahiptir.
• İcara sukuk, pazarlanabilme ve ihraç yöntemi açısından yüksek derecede esneklik sağlarlar. İcara tahvilin dayanağı olan varlıkları kullanan merkezi hükümetler, yerel kuruluşlar ya da diğer resmi ya da özel kurumlar bu tür tahvilleri doğrudan kendileri ihraç edebilecekleri gibi, finansal aracılar vasıtasıyla da ihraç edebilmektedir.

Selem sözleşmesi, genellikle tahıl, petrol, demir ve benzeri ölçülebilir ve standartlaştırılabilir emtia üzerine yapılmaktadırlar. Bu sözleşmelerin finansmanı için çıkarılan sukuk ikinci el piyasada nominal değer üzerinden işlem görebilmekte olup, emtianın teslim tarihindeki fiyatına yönelik beklentiler doğrultusunda alınıp satılabilmektedir.

Murabaha Sukuk: Bu sukuk türünde sertifika ihraç eden taraf emtia murabahası satıcısı, murabaha alan emtianın alıcısı ve fon da emtianın satın alma maliyetidir. Sertifika sahipleri murabaha emtiasına sahip olurlar ve emtianın tekrar satışında nihai satış fiyatı hakkına sahiptirler. Murabaha temelli sukukun hukuki olarak geçerli olması için sadece birincil piyasada işlem görmesi gerekir. Sukukun ciro edilmesi veya ikincil piyasada işlem görmesine İslam hukuku tarafından izin verilmemiştir. Çünkü sertifikalar, emtia alıcısının sertifika sahiplerine borcunu temsil etmektedir ve borcun vadeli olarak alınıp satılması faizle sonuçlanacağından izin verilmemiştir. Sözleşmeler kısa veya uzun vadeli olabilmektedirler. Özellikle kısa vadeli, likit yatırım araçlarına dayalı ticaret finansmanında kullanılmaktadır. Finansman sağlayan İslami kuruluşlar, sağladığı finansman karşılığında elde edilecek gelirin dağıtılacağı murabaha sukukunu almaktadırlar.



İşlem adımları;
- SPV ve borçlu arasında ana sözleşme imzalanır.
- SPV yatırımcılara sukuk ihraç eder ve sukuk getirisi alır.
- SPV emtia satıcısından spotta emtia satın alır.
- SPV emtiayı kar marjını ekleyerek spot fiyattan anlaşılan zaman diliminde taksitli ödenmek üzere borçluya satar.
- Borçlu emtiayı spotta emtia alıcısına satar.
- Yatırımcılar nihai satış bedeli ve getiri elde ederler

Selem Sukuk (Selem Tahvil): Selem sukuk, selem sermayesi toplamak için eş değerli olarak ihraç edilen belgelerdir. Toplanan bu sermaye ile ihraç olan belgeleri alanlar selem bazlı satılan malların mülkiyetini almış olur. Belgeleri ihraç eden bu malların satıcısıdır. Üyeler ise malların alıcılarıdır. Ödenecek üyelik ücretleri malların satın alma fiyatıdır. Selem belgelerini ihraç edenler mal sahipleridir ve bu mal sahipleri selem bazlı malları ihraç edilen selem sukuk belgeleri ile satmaya yetkilidirler. Tahvillerin karlı olması kadar likit olması da önem arz etmektedir. İkinci defa alım satıma konu olamayacak bir borçlanma aracı çok da talep görmeyecektir. Selem tahvillerin satın alınmasında, yatırımcı, tahvil konusu olan malın fiyatının, vade tarihinde yükseleceğini bekliyorsa, selem tahvili satın alır. Fakat örneğin, tahvili satın almış olan yatırımcının vade tarihinden önce beklentileri değişirse, elindeki tahvili satarak yatırımından vazgeçebilir. Selem sözleşmesi, genellikle tahıl, petrol, demir ve benzeri ölçülebilir ve standartlaştırılabilir emtia üzerine yapılmaktadırlar. Bu sözleşmelerin finansmanı için çıkarılan sukuk ikinci el piyasada nominal değer üzerinden işlem görebilmekte olup, emtianın teslim tarihindeki fiyatına yönelik beklentiler doğrultusunda alınıp satılabilmektedir.

Sukuk, ülkemizde kullanılabilir mi?

Yeni sermaye piyasası araçlarının ülkemiz finansal piyasalarına kazandırılması ve faizsiz finansman yöntemlerinin geliştirilmesine yönelik çalışmalar kapsamında Sermaye Piyasası Kurulu tarafından hazırlanan Seri: III, No: 43 sayılı "Kira Sertifikalarına ve Varlık Kiralama Şirketlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ" 01 Nisan 2010 tarih ve 27539 sayılı *Resmi Gazete*'de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Tebliğ, özel sektör şirketlerinin Kira Sertifikası ihracı yoluyla sermaye piyasalarından fon temin etmelerine imkân vermektedir.

Ülkemizde özellikle büyük gayrimenkul projeleri finansman kaynağı yetersizliği yüzünden tamamlanamamakta veya hiç başlanamamaktadır. Bu tür projelerin kira sertifikası yoluyla finanse edilmesi, hem Körfez sermayesini ülkemize çekecek hem de inşaat ve hizmetler sektörünün canlanmasına katkıda bulunacaktır. Bugün itibarıyla baktığımızda özellikle Ortadoğu'daki çok sayıda büyük inşaat projesinin ülkemiz hukukunda kira sertifikası olarak adlandırılan sukuk yoluyla finanse edildiğini görmekteyiz.

İşlem adımları:
- SPV bir yükümlü ile hem malları hem de alıcıları bulmak için anlaşma imzalar. Yükümlü, sukuk alıcıları adına malları almayı ve sonrasında yine sukuk sahipleri adına kar etmek için malları satmayı taahhüt eder.
- Selem belgeleri yatırımcılara verilir ve SPV sukuk getirilerini alır.
- Selem getirileri ileriki bir tarihte malları satacak olan yükümlüye verir.
- SPV yükümlüden malları alır.
- Yükümlü, sukuk sahipleri adına malları kâr için satar.
- Sukuk sahipleri malların satış getirilerini alır.

İstisna Sukuk: İstisna sukuk, sertifika sahibinin sahip olduğu ürünleri imal için gerekli fonların sağlanması amacıyla ihraç edilen ve eşit değer taşıyan sertifikalardır. Üyelikten elde edilen fonlar ürünün maliyetiyken, sertifikaları ihraç edenler üreticiler (satıcı/tedarikçi) ve üyeler ise planlanan ürünün alıcılarıdır. Sertifika alıcıları ürüne sahip olurlar ve sertifikanın satış bedeline veya paralel istisnayla satılan ürünün satış bedeline hak kazanmaktadırlar. İstisna sukuk büyük altyapı projelerini finanse etmekte kullanışlıdır. Alt yükleniciyle paralel istisna sözleşmesi yapması için istisnadaki yükleniciye izin vermesinden dolayı istisna finansal aracılığa uygundur. Bu nedenle bir finansal kuruluş kâr amaçlı bir inşaat işlemini yüklenebilir ve alt yüklenici sözleşmesiyle inşa işlemini uzmanlaşmış bir firmaya devredebilir.

Şer-i hükümlerin faizi yasaklamış olması nedeniyle, istisna tipi borçlanma senetleri, üçüncü kişilere nominal değerinin dışında bir fiyatla satılamaz. Dolayısıyla bu tür tahvillerin ikincil piyasalarının olması çok güçtür. İstisna sukuktaki bu likidite eksikliğinden kaynaklanan dezavantaj, proje fiyatının belirlenmesinde dikkate alınır ve fiyat, sözleşmenin imzalandığı an-

daki piyasa fiyatından daha yüksek olarak belirlenebilir. İslam hukuku bu borç senetlerinin ilk değerinden farklı herhangi bir fiyattan üçüncü bir kişiye satılmasını yasaklamıştır. Bu nedenle bu tür sertifikalar ikincil piyasada işlem görememektedir.

3- ÜLKEMİZ HUKUKUNDA SUKUK

a) Genel Olarak

Başta Körfez ülkelerindeki sermaye birikimi olmak üzere, faize duyarlı yatırımcıları ülkemiz sermaye piyasasına kazandırabilecek finansal enstrümanlara ilişkin olarak 2010 yılına kadar ülkemizde ne yazık ki herhangi bir yasal düzenleme yapılmamıştır. Körfez sermayesi ve İslami inançları gereği faiz içeren finansal araçlara yatırım yapmak istemeyen yatırımcılar, geçmişte ülkemizde başta gayrimenkul olmak üzere değişik sektörlere yatırım yapsalar da, bu yatırımlar istenilen seviyelere ulaşamamıştır.

Yeni sermaye piyasası araçlarının ülkemiz finansal piyasalarına kazandırılması ve faizsiz finansman yöntemlerinin geliştirilmesine yönelik çalışmalar kapsamında Sermaye Piyasası Kurulu tarafından hazırlanan Seri: III, No: 43 sayılı "Kira Sertifikalarına ve Varlık Kiralama Şirketlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ" 01 Nisan 2010 tarih ve 27539 sayılı *Resmi Gazete*'de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Tebliğ, özel sektör şirketlerinin Kira Sertifikası ihracı yoluyla sermaye piyasalarından fon temin etmelerine imkân vermektedir.

Tebliğ ile getirilen düzenlemeler ve kira sertifikası ihracına ilişkin genel esaslar şu şekildedir:

• Kira sertifikası global bir yatırım aracı haline gelen sukuka benzer bir enstrüman olarak ülkemiz sermaye piyasasına sunulmuştur.

• Kira sertifikası, özel sektör şirketlerinin (kaynak kuruluş), bir "Varlık Kiralama Şirketi" (VKŞ) aracılığı ve devret-kirala-devral yöntemiyle, mülkiyetlerindeki veya kiralamak suretiyle devralacakları varlıkları kullanarak finansman sağlamalarına imkân veren bir enstrümandır.

• VKŞ, yurtdışında özel amaçlı kuruluş (*trust*) olarak bilinen yapının, ülkemiz hukuk sisteminde bulunmaması sebebiyle asgari yükümlülüklerle kurulacak bir anonim şirket olarak düzenlenmiştir.

• Tebliğ ile yatırımcıların haklarının korunmasını ve VKŞ tarafından yatırımcılar hesabına devralınmış olan varlıkların veya bu varlıklardan elde edilen gelirlerin amacı dışında kullanılmasının önlenmesine yönelik olarak, VKŞ esas sözleşmesinin belirli şartları taşıması ve Sermaye Piyasası Kurulu tarafından onaylanmış olması zorunlu tutulmuştur.

Sukuk'a bağlı vergilerin durumu nedir?

İhraca konu varlıkların kaynak kuruluş tarafından VKŞ'ye (Varlık Kiralama Şirketi) devredilmesi ve sonradan geri devralınması aşamalarında ortaya çıkan kazançlar, kurumlar vergisinden istisna tutulmuş, kira sertifikası ihracına yönelik düzenlenecek varlık devir sözleşmeleri ile kira sözleşmelerinde söz konusu damga vergisi yükümlülüğü de kaldırılmıştır. Varlıkların VKŞ'ye devri, VKŞ tarafından kiralanması ve kaynak kuruluşa geri devri aşamalarında oluşan KDV ve varlıkların VKŞ'ye devri ile bunların VKŞ tarafından kaynak kuruluşa devri ve bu devirlere bağlı olarak yapılan ipotek işlemleri için Harçlar Kanunu'nda yazılı harçlar, istisna kapsamına dahil edilmiştir.

• Sistem temel olarak, kaynak kuruluşun VKŞ'ye devrettiği varlıkları daha sonra geri kiralaması suretiyle fon temin etmesi üzerine dayanmaktadır. VKŞ ilk etapta devraldığı bu varlıkların finansmanını ihraç edeceği kira sertifikası ile karşılamakta, söz konusu sertifikaların dönemsel ödemelerini ise kaynak kuruluştan gelen dönemsel kira gelirleri ile gerçekleştirmektedir. Vade sonunda ise kaynak kuruluşa geri devredilen söz konusu varlıklardan elde edilen gelir, kira sertifikası sahiplerine payları oranında dağıtılarak ihraç edilmiş olan kira sertifikası itfa edilmektedir.

Ülkemizde özellikle büyük gayrimenkul projeleri finansman kaynağı yetersizliği yüzünden tamamlanamamakta veya hiç

Yeni sermaye piyasası araçlarının ülkemiz finansal piyasalarına kazandırılması ve faizsiz finansman yöntemlerinin geliştirilmesine yönelik çalışmalar kapsamında Sermaye Piyasası Kurulu tarafından hazırlanan Seri: III, No: 43 sayılı "Kira Sertifikalarına ve Varlık Kiralama Şirketlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ" 01 Nisan 2010 tarih ve 27539 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Tebliğ, özel sektör şirketlerinin Kira Sertifikası ihracı yoluyla sermaye piyasalarından fon temin etmelerine imkân vermektedir.



başlanamamaktadır. Bu tür projelerin kira sertifikası yoluyla finanse edilmesi, hem Körfez sermayesini ülkemize çekecek hem de inşaat ve hizmetler sektörünün canlanmasına katkıda bulunacaktır. Bugün itibarıyla baktığımızda özellikle Ortadoğu'daki çok sayıda büyük inşaat projesinin ülkemiz hukukunda kira sertifikası olarak adlandırılan sukuk yoluyla finanse edildiğini görmekteyiz. Bu araçların kullanımı sadece gayrimenkul projeleri ile sınırlı olmayıp, bu araçların dünyadaki gelişimine baktığımızda, iş dünyasının her türlü finansman ihtiyacını karşılayacak çeşitlilikte olduğunu görmekteyiz. Dolayısıyla yapılması gereken Körfez ülkelerinde zaten mevcut olan bu yatırım potansiyelinin kira sertifikaları yoluyla ülkemize kanalize olmasını sağlamaktır.

b) Sukuka İlişkin Vergi Düzenlemeleri

Kira sertifikası, yukarıda da ifade edildiği üzere, özel sektör şirketlerinin bir VKŞ aracılığı ve devret-kirala-devral yöntemiyle mülkiyetlerindeki varlıkları kullanarak finansman sağlamalarına imkân veren bir finansal enstrümandır. Kira sertifikası ihracının ülkemizde hayata geçirilebilmesi için öncelikle maliyetlerin düşük tutulması gerekmekte olup, özel sektör şirketlerinin kira sertifikası ihracı kapsamında, devret-kirala-devral aşamalarında oluşacak çifte vergilendirme dahil, oluşması öngörülen vergilere ilişkin sorunlar 25 Şubat 2011 tarih ve 27587 sayılı *Resmi Gazete*'de yayımlanarak yürürlüğe giren 6111 sayılı "Bazı Alacakların Yeniden Yapılandırılması İle Sosyal Sigortalar ve Genel Sağlık Sigortası Kanunu ve Diğer Bazı Kanun ve Kanun Hükmünde Kararnamelerde Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun" (6111 sayılı Kanun) ile çözülmüştür. 6111 sayılı Kanun ile getirilen düzenlemeler, uygulanan vergi bazında aşağıda açıklanmaktadır:

i) Kurumlar Vergisi-Banka ve Sigorta Muameleleri Vergisi (BSMV)

İhraca konu varlıkların kaynak kuruluş tarafından VKŞ'ye devredilmesi ve sonradan geri devralınması aşamalarında ortaya çıkan kazançlar, 6111 sayılı Kanun'un 90'ıncı maddesi ile kurumlar vergisinden istisna tutulmuştur. Söz konusu satışı yapan şirketin banka olması durumunda ödenmesi gereken BSMV ise % 5'ten % 1'e düşürülmüş olup, bu hususa aşağıda değinilecektir.

ii) Damga Vergisi

6111 sayılı Kanun öncesinde kira sertifikası ihracı amacıyla yapılan sözleşmelerden varlık satış sözleşmesi ve geri alım sözleşmesi % 0,75 oranında, kira sözleşmesi ise % 0,15 oranında damga vergisine tabi bulunmaktaydı. 6111 sayılı Kanun'un 83'üncü maddesi ile, 488 sayılı Damga Vergisi Kanunu'nda yapılan değişiklikle kira sertifikası ihracına yönelik düzenlenecek varlık devir sözleşmeleri ile kira sözleşmelerinde söz konusu damga vergisi yükümlülüğü kaldırılmıştır.

Gelir Vergisi Kanunu'nun (GVK) 75'inci maddesinde, sahibinin ticari, zirai veya mesleki faaliyeti dışında nakdi sermaye veya para ile temsil edilen değerlerden müteşekkil sermaye dolayısıyla elde ettiği kâr payı, faiz, kira ve benzeri iratlar menkul sermaye iradı olarak sayılmış olup, 6111 sayılı Kanun ile VKŞ tarafından ihraç edilecek kira sertifikaları da bu kapsamda değerlendirilecektir.

iii) Katma Değer Vergisi-Harçlar

6111 sayılı Kanun öncesinde, kaynak kuruluş tarafından varlığın VKŞ'ye devri ve geri alımı Katma Değer Vergisi ve Tapu ve Kadastro Harcı'na tabiydi.

- Kanun'un 85'inci maddesi kapsamında Katma Değer Vergisi Kanunu'nun 17 nci maddesine eklenen hüküm ile varlıkların VKŞ'ye devri, VKŞ tarafından kiralanması ve kaynak kuruluşa geri devri aşamalarında oluşan KDV,

- Kanun'un 84'üncü maddesi kapsamında Harçlar Kanunu'nun 123'üncü maddesine eklenen hüküm ile varlıkların VKŞ'ye devri ile bunların VKŞ tarafından kaynak kuruluşa devri ve bu devirlere bağlı olarak yapılan ipotek işlemleri Harçlar Kanunu'nda yazılı harçlar, istisna kapsamına dahil edilmiştir.

iv) Kira Sertifikalarından Elde Edilen Gelirin Vergilendirilmesi

Gelir Vergisi Kanunu'nun (GVK) 75'inci maddesinde, sahibinin ticari, zirai veya mesleki faaliyeti dışında nakdi sermaye veya para ile temsil edilen değerlerden müteşekkil sermaye dolayısıyla elde ettiği kâr payı, faiz, kira ve benzeri iratlar menkul sermaye iradı olarak sayılmış olup, 6111 sayılı Kanun ile VKŞ tarafından ihraç edilecek kira sertifikaları da bu kapsamda değerlendirilecektir. Bu sebeple, kira sertifikalarının elde tutulması sonucu elde edilen gelirlerin sertifika sahipleri açısından menkul sermaye iradı olarak sayılmasını ve söz konusu gelirlerin vergi oranlarına ilişkin alınan kararlarda atıf yapılabilmesini teminen Kanun'un 80'inci maddesi kapsamında GVK'nın 75'inci maddesinde yapılan değişiklik ile VKŞ tarafından ihraç edilen kira sertifikaları gelir vergisi kapsamına dahil edilmiştir.

Kurumlar Vergisi Kanunu'nun (KVK) 1'inci maddesi ikinci fıkrası ile kurum kazancının gelir vergisinin konusuna giren gelir unsurlarından oluştuğu belirtildiğinden, tüzel kişilerin kira sertifikası kapsamında elde ettiği gelirler Kurumlar Vergisi'ne tabi olacaktır. Elde edilen gelirlerin vergilendirilmesinin, diğer sermaye piyasası araçları göz önünde bulundurularak, vergi kesintisi yoluyla yapılmasının uygun olacağı düşünüldüğünden Kanun'un 91'inci maddesi ile KVK'nın 15. maddesinin 1/c bendi değiştirilmiş ve VKŞ tarafından ihraç edilen kira sertifikaları kapsama dahil edilmiştir.

v) Kira Sertifikalarından Elde Edilen Gelirlerin Vergilendirilmesine İlişkin Olarak Çıkarılan 26.04.2011 Tarih Ve 2011/1854 Sayılı Kararname

Kararname öncesinde VKŞ tarafından ihraç edilen kira sertifikalarından gelir elde eden gelir vergisi mükelleflerinden % 10 oranında stopaj yapılacağı düzenlenmişti.

Yapılan yeni düzenleme ile,
- Tam mükellef VKŞ tarafından,
- Yurt dışında ihraç edilen kira sertifikalarında,
- Vadesi 1 yıla kadar olanlarından sağlanan gelirlerden % 10;
- Vadesi 1 yıl ile 3 yıl arası olanlardan sağlanan gelirlerden % 7;
- Vadesi 3 yıl ile 5 yıl arası olanlardan sağlanan gelirlerden % 3 ve
- Vadesi 5 yıl ve daha uzun olanlardan sağlanan gelirlerden % 0

oranında stopaj yapılacaktır.

Bu durumda;
- Dar mükellef VKŞ'ler tarafından yurt içinde ihraç edilen kira sertifikalarından elde edilen gelir üzerinden % 10 oranında stopaj kesilmesi uygulamasına,

Kira sertifikalarından elde edilen gelir nasıl vergilendirilecektir?

Kurumlar Vergisi Kanunu'nun (KVK) 1'inci maddesi ikinci fıkrası ile kurum kazancının gelir vergisinin konusuna giren gelir unsurlarından oluştuğu belirtildiğinden, tüzel kişilerin kira sertifikası kapsamında elde ettiği gelirler Kurumlar Vergisi'ne tabi olacaktır. Elde edilen gelirlerin vergilendirilmesinin, diğer sermaye piyasası araçları göz önünde bulundurularak, vergi kesintisi yoluyla yapılmasının uygun olacağı düşünüldüğünden Kanun'un 91'inci maddesi ile KVK'nun 15. maddesinin 1/c bendi değiştirilmiş ve VKŞ tarafından ihraç edilen kira sertifikaları kapsama dahil edilmiştir.



• Tam mükellef VKŞ'ler tarafından yurt içinde ihraç edilen kira sertifikalarından elde edilen gelir üzerinden % 10 oranında stopaj kesintisi uygulamasına, devam edilecektir.

Kararname öncesi düzenlemede, VKŞ tarafından ihraç edilen kira sertifikalarından gelir elde eden dar mükellef kurumlardan yapılacak olan stopaj kesintisi hususunda bir hüküm bulunmuyordu. Yeni düzenlemede Kurumlar Vergisi açısından yapılan düzenleme ise şu şekildedir:

Yeni düzenleme ile;
• Tam mükellef VKŞ tarafından,
• Yurtdışında ihraç edilen kira sertifikalarında,
• Vadesi 1 yıla kadar olanlarından sağlanan gelirlerden % 10;
• Vadesi 1 yıl ile 3 yıl arası olanlardan sağlanan gelirlerden % 7;
• Vadesi 3 yıl ile 5 yıl arası olanlardan sağlanan gelirlerden % 3 ve
• Vadesi 5 yıl ve daha uzun olanlardan sağlanan gelirlerden % 0 oranında stopaj yapılacaktır.

Bu durumda önemli olan husus, kira sertifikasından gelir elde edenin dar mükellef kurum olmasıdır. Böylece;
• Dar mükellef VKŞ tarafından yurtiçinde ihraç edilen kira sertifikalarından gelir elde eden dar mükellef kurumlardan % 10 oranında stopaj kesilmesi uygulamasına,
• Tam mükellef VKŞ tarafından yurtiçinde ihraç edilen kira sertifikalarından gelir elde eden dar mükellef kurumlardan % 10 oranında stopaj kesilmesi uygulamasına,
devam edilecektir.

Kararname ile tam mükellef kurumlar açısından getirilen düzenleme şu şekildedir. Düzenleme öncesinde VKŞ tarafından ihraç edilen kira sertifikalarından gelir elde eden tam mükellef kurumlardan % 10 oranında stopaj yapılması gerekliydi.

Yeni düzenleme ile;
• Tam mükellef VKŞ tarafından,
• Yurt dışında ihraç edilen kira sertifikalarında,
• Vadesi 1 yıla kadar olanlarından sağlanan gelirlerden % 10;
• Vadesi 1 yıl ile 3 yıl arası olanlardan sağlanan gelirlerden % 7;
• Vadesi 3 yıl ile 5 yıl arası olanlardan sağlanan gelirlerden % 3 ve
• Vadesi 5 yıl ve daha uzun olanlardan sağlanan gelirlerden% 0 oranında stopaj yapılacaktır.

Bu durumda önemli olan husus ise, kira sertifikasından gelir elde edenin tam mükellef kurum olmasıdır. Böylece;

• Dar mükellef VKŞ tarafından yurt içinde ihraç edilen kira sertifikalarından gelir elde eden tam mükellef kurumlardan % 10 oranında stopaj kesilmesi uygulamasına,
• Tam mükellef VKŞ tarafından yurt içinde ihraç edilen kira sertifikalarından gelir elde eden tam mükellef kurumlardan % 0 oranında stopaj kesilmesi uygulamasına,
devam edilecektir.

Kararnamede BSMV açısından da çeşitli düzenlemeler yer almaktadır. Kararname öncesinde BSMV oranı, diğer banka ve sigorta muamelelerinde lehe alınan paralar üzerinden % 5 olarak düzenlenmişti.

Yeni düzenleme ile;
• VKŞ'ler tarafından ihraç edilen kira sertifikalarının geri alım ve satım taahhüdü ile iktisap veya elden çıkarılması karşılığında lehe alınan paralar üzerinden % 1,
• VKŞ'ler tarafından ihraç edilen kira sertifikalarının vadesi beklenmeksizin satışı nedeniyle lehe alınan paralar üzerinden % 1, oranında BSMV uygulanacaktır.

c) Kira Sertifikaların Sermaye Piyasası Kurulu Kaydına Alınmasında Kayda Alma Ücretlerine İlişkin 25.08.2011 tarih ve 2011/2228 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı

Kira sertifikası ihraçlarında vergisel sorunların giderilmesinin yanı sıra ihraç maliyetlerinin düşürülmesini teminen Sermaye Piyasası Kurulu tarafından alınan Kurul kayıt ücretlerinde de diğer borçlanma araçlarına benzer bir dü-

Bugüne kadar ülkemizde sadece bir ihraç gerçekleştirilmiştir. Bu ihraç Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş. tarafından kurulmuş olan Kuveyt Türk Varlık Kiralama A.Ş. tarafından gerçekleştirilmiş olup, yurtdışında tahsisli olarak satılmak üzere Sermaye Piyasası Kurulu kaydına alınmıştır. İhraç tutarı 350.000.000 ABD Doları, vade ise 5 yıl olarak belirlenmiştir.

zenlemeye gidilmiştir. Bu çerçevede, Bakanlar Kurulu'nun 25.08.2011 tarih ve 2011/2228 sayılı kararıyla bir düzenleme yapılmıştır. Değişiklik kapsamında kira sertifikaları için Sermaye Piyasası Kurulu kayıt ücreti oranı;

• Vadesi 180 güne kadar olanlar için on binde beş,
• Vadesi 181 gün ile 1 yıl arasında (1 yıl dahil) olanlar için on binde yedi,
• Vadesi 1 yıl ile 2 yıl arasında (2 yıl dahil) olanlar için binde bir ve
• Vadesi 2 yıldan daha uzun olanlar için binde iki

olarak belirlenmiştir.

Bu oran değişiklik öncesinde binde iki olarak düzenlenmişti.

d) Ülkemizdeki Kira Sertifikası İhraçları

Ülkemizde kira sertifikası ihraçları henüz istenilen seviyeye ulaşmamıştır. Bunda kira sertifikasının yeni bir enstrüman olmasının da payı bulunmaktadır. Bugüne kadar ülkemizde sadece bir ihraç gerçekleştirilmiştir. Bu ihraç Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş. tarafından kurulmuş olan Kuveyt Türk Varlık Kiralama A.Ş. tarafından gerçekleştirilmiş olup, yurtdışında tahsisli olarak satılmak üzere Sermaye Piyasası Kurulu kaydına alınmıştır. İhraç tutarı 350.000.000 ABD Doları, vade ise 5 yıl olarak belirlenmiştir.

Kira sertifikası ihracına yönelik bir diğer örnek ise Albaraka Türk Katılım Bankası A.Ş. tarafından kurulmuş olan Bereket Varlık Kiralama A.Ş. olup, uluslararası piyasalarda yaşanan olumsuzlukların da etkisiyle Bereket Varlık Kiralama A.Ş. tarafından henüz bir kira sertifikası ihracı gerçekleştirilememiştir.

4- SONUÇ

Dünya ekonomisinde 2008 yılından bu yana yaşanmakta olan çalkantılı ekonomik durum alternatif finansman araçlarına olan ilgiyi önemli oranda artırmış, giderek artan büyüklüğü ile İslami finans piyasası öne çıkmıştır. Sukuk ihraçları İslami finansman modelinin önemli parçalarından birini oluşturmaktadır. Varlık temelli yapısı ihraçlarda güvence unsuru olarak öne çıkmakta olup, başta Körfez sermayesi olmak üzere İslami finansman modeli çerçevesinde sunulan fonların Batı ülkelerinin sermaye piyasalarına çekilmesini sağlamak için sukuk ihraçları yoğun olarak kullanılmaya başlanmıştır.

Ülkemizde de sukuk ihraçlarının geliştirilmesi bir zorunluluk olup, yukarıda bahsedilen fonların ülkemize kazandırılması için büyük bir önem taşımaktadır. Ülkemiz mevzuatındaki adıyla kira sertifikası ihraçları ile Körfez bölgesinin petrol zengini ülkeleri ile bu sistem sonucu ticari ilişkiler ve bunun sonucu olarak ticaret hacmi artacaktır. Kira sertifikası ihracı ile faize duyarlı kesimlerce geleneksel tasarruf kurumlarına kanalize edilemeyen fonların ülke ekonomisine sunulması kolaylaşacaktır. Ayrıca, kalkınma sürecindeki ülkemizde, belli projelerin daha kolay finansmanını sağlamak, bu arada yatırımcı, fon kullanan ve kurum üçlüsünün gelirlerinin artması ve vergi imkânları doğması sağlanacaktır.

Ülkemizdeki sukuk ihraçlarının diğer borçlanma araçlarına benzer şekilde, özel sektör ve kamu sektörü olmak üzere iki ayrı alanda düzenlenmesi beklenmektedir. Özel sektör ihraçlarına ilişkin olarak Sermaye Piyasası Kurulu tarafından gerekli yasal düzenleme yapılmıştır. Kamu sektörünün yapacağı ihraçlar için Hazine Müsteşarlığı tarafından bir yasal düzenleme yapılması gerekmekte olup, yapılacak düzenleme ve ardından gelecek kamu sukuk ihraçları, özel sektör sukuk ihraçlarının artmasına yardımcı olacaktır. Bu yönüyle, sukuk piyasasının gelişmesi için Hazine Müsteşarlığı'nca yapılacak düzenleme büyük önem arz etmektedir.

Diğer taraftan, faizsiz finansman yönteminin geliştirilmesi İstanbul Uluslararası Finans Merkezi Stratejisi ve Eylem Planı'nda 29 nolu Eylem olarak yer almıştır. Söz konusu Eylem Planı da sukuk ihraçlarının gelişmesinde önemli rol oynayacaktır.



Osman Kaşıkçı ile Söyleşi
"Aldanma ihtimali her ticari ilişkide vardır."



Söyleşi: Serkan Yüksel

Ortaklık modeli olarak karşımıza çıkan halka arz ile hisse satışı yöntemi konusunda görüşleriniz nelerdir?

Şirketin faaliyetlerinin İslam hukukuna uygun olması şartı ile ortaklığın bir mahzuru olmaz.

Bireysel ve kurumsal birikim ve varlıkların değerlendirilmesi için hisse senedi satın alınması konusunda ne düşünüyorsunuz?

Burada önemli olan meşruiyettir. Yani şirketin iştigal alanı meşru olduğu takdirde birikimlerin hisse senedinde değerlendirilmesi mümkündür.

Borsada spekülatif faaliyetlerin gerçekleştirilmesi o borsada işlem yapılma meşruiyetini etkiler mi?

Hayır. Spekülatif olması siyasi, iktisadi bir meseledir, hukuki bir mesele değildir. Aldanma ihtimali her ticari ilişkide vardır. Yüzme bilmeyen denize girmemelidir. Bu tamamen tavsiye niteliğinde olabilir.

Borsada şirketlerin kârı ile hisse bedeli doğru orantılı olmayabiliyor. Mesela şirket kâr ederken hisseleri değer kaybediyor. Bu durumu analiz edebilir misiniz? Bu duruma İslam hukuku açısından nasıl bakılabilir?

Burada böyle bir şey yapmakla bu tür işlemlerin yapıldığı borsadan hisse senedi almayı ayırmak gerekir. Şüphesiz böyle bir şey yapılmasını veya yapmayı hiçbir hukuk sistemi bu arada İslam hukuk sistemi de tecviz etmez. Lakin böyle işlemlerin döndüğü bir borsada işlem yapmak caiz değildir, denemez. Çünkü ticaret bir risktir. Müslüman uyanık olacak, iyi bilmediği işlere girmeyecektir. Ama bu tamamen tavsiye niteliğindedir.

Alacakların menkul kıymetleştirilmesi hususunda İslam hukuku açısından çekinceler nelerdir?

Alacakların menkul kıymetleştirilmesi olabilir. Bu hususta Ebu Yusuf'un görüşlerinin iktisadi realitelere daha uygun olduğu söylenebilir. Ona göre alacak, vade tarihindeki alma gücüne göre tahsil edilebilir, hatta edilmelidir. Bazı hukukçular buna fazlalık, faiz gibi isimler vermiş iseler de bu görüşlere saygı duyulmakla birlikte uygulanabilirliği oldukça zordur. Karz-ı hasen gönüllülük esasına dayanır. Kimse alacağını karz-ı hasen olarak vermeye zorlanamaz. Gönüllülük olabilir.

Şirketlerin varlıklarını menkulleştirilmesi ve menkul ihracı ile finansman sağlaması yöntemine İslam hukuku açısından nasıl bir bakış açısı getirirsiniz? Sukuk ihracı uygulamalarında dikkat edilmesi gereken hususlar konusunda görüşleriniz nelerdir? Menkul ve gayrimenkul mallar açısından mal bankaya satılıp teslim edilmediği halde (kısa elden, hükmen teslim) malların son tüketiciye direkt ulaşmasında İslam anlayışı açısından bir sorun var mıdır? Hangi koşullarda sorun olabilir?

Şafii mezhebine göre ne menkul ne de gayrimenkul teslim alınmadan satılamaz. Osman el-Betti'ye göre her ikisinde de teslimden evvel satış mümkündür. Hanefi hukukçulara göre ise, gayrimenkullerin satışını mümkün menkullerin teslimden evvel satışının mümkün olmadığına hükmetmişlerdir. Nitekim bu görüş doğrultusunda kaleme alınan *Mecelle*'de (madde 253) "Müşteri kable'l-kabz mebi'i akar ise âhara satabilir ve eğer menkul ise satamaz" hükmüne yer verilmiştir. Aynı durum kirada da söz konusudur. Yine *Mecelle* (madde 586) "Me'cur akar ise müste'cir anı kable'l-kabz âhara icar edebilir. Ve eğer menkul ise edemez" hükmü çok açıktır.

Bunun sebebi malın teslim edilmeden helakinden korkulması ve zararının kime ait olacağının ihtilaf doğuracağı ve daha da önemlisi bir malı birden fazla kişiye satma imkân ve ihtimalinin bulunmasıdır. Bu durumun ortaya çıkaracağı ticari istikrarsızlık izahtan varestedir. Zararların tazmini de her zaman eski hali geri getirmez.

Günümüzde finans kurumlarının işleyişi malumdur. Siz alacağınız malı belirtiyorsunuz, onlar sizin namınıza peşin alıyor ve size taksitle satıyorlar. Ancak iki defa vergi ödememek için faturayı sizin adınıza kestiriyorlar. Bu işlemin ne Osmanlı'daki sistemden ne de kredi veren bankadan bir farkı olduğunu ben göremiyorum, görenler olabilir.

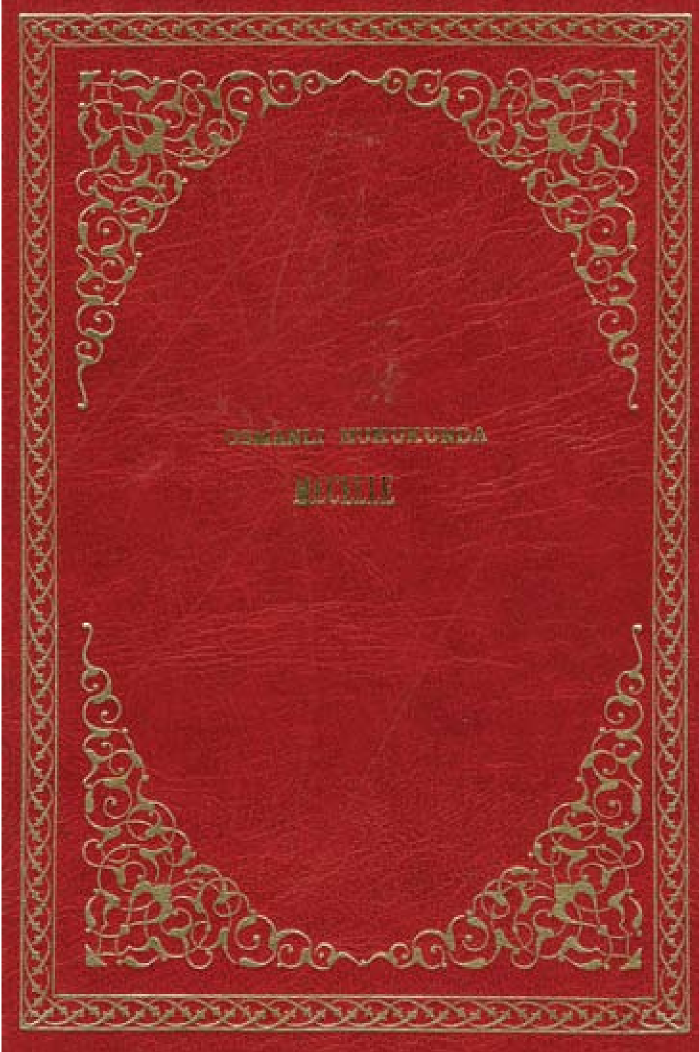
Şafii mezhebine göre ne menkul ne de gayrimenkul teslim alınmadan satılamaz. Osman el-Betti'ye göre her ikisinde de teslimden evvel satış mümkündür. Hanefi hukukçulara göre ise, gayrimenkullerin satışını mümkün menkullerin teslimden evvel satışının mümkün olmadığına hükmetmişlerdir.

Özellikle katılım bankaları ticarette maldan kaynaklanan riskleri (ayıplı ifa) üstlenmiyor. Vadeli satış esasları açısından bu durumu nasıl değerlendirebiliriz? Dünya üzerinde finansman maliyetleri bilindiği halde, sair bankalara kıyasla, katılım bankalarının, katılım payı olarak daha yüksek oran alması konusunda görüşleriniz nelerdir? Sistemde hakkaniyet açısından bir sorun var mıdır? Osmanlı döneminde uygulanan para vakıfları ile günümüz finans kurumları arasındaki fonksiyonları itibari ile benzerlik var mıdır, bunların mukayesesinde neler dikkatinizi çekmektedir?

Para vakıflarında paralar bey'ül-îne denen bir sistemle işletiliyordu. Buna göre paraya ihtiyacı olan bir kimse vakfa müracaat ediyor, vakıf kendisine değerli bir kitabı mesela 100 liraya ihtiyacı var ise 112,5 lira taksitle satıyor, alıcı bu kitabı vakfın anlaştığı bir kitapçıya götürüp 100 lira peşin paraya satıyor böylece paraya ihtiyacı olan kişinin eline 100 lira geçmiş oluyordu. Bu durum birçok İslam hukukçusu tarafından doğrudan veya dolaylı faiz olarak nitelendirilmiş ve hile-i şer'iye olarak meşhur olmuştur. Günümüzde finans kurumlarının işleyişi malumdur. Siz alacağınız malı belirtiyorsunuz, onlar sizin namınıza peşin alıyor ve size taksitle satıyorlar. Ancak iki defa vergi ödememek için faturayı sizin adınıza kestiriyorlar. Bu işlemin ne Osmanlı'daki sistemden ne de kredi veren bankadan bir farkı olduğunu ben göremiyorum, görenler olabilir.

Leasing ve katılım bankaları temerrüt halinde uyguladıkları süreç, bazı açılardan diğer bankalar ile aynıdır. Bu durumda genellikle, doğrudan nakit icra takibi olarak karşımıza çıkıyor. Halbuki ticari açıdan baktığımızda bedeli ödenmemiş malın iade

Kredi kartında banka zaten kredi veriyor. Taksit de bazen kâr payı alıyor bazen almıyor. Kâr payı almamasının sebebi satıcının parayı belirli bir süre bankada tutmasıdır. Eğer satıcı tutmazsa ondan komisyon kesiyor. Bu durum doğrudan satılan mallara maliyet olarak yansıyor. Dolayısıyla kredi kartı kullanımı eğer caiz ise kâr payı alarak taksitlendirmek de caiz olur, değilse o da caiz olmaz.



edilmesi nadiren kullanılıyor. Malın sahibi banka ise malla ilgilenmesi gerekirken malın parasal karşılığı ile ilgileniyor. Bu durum hakkında görüşleriniz nelerdir? Kredi kartıyla yapılan satışlarda mal bankaya girmeden belli bir kâr payı oranıyla taksitlendirilmesi caiz midir?

Kredi kartında banka zaten kredi veriyor. Taksit de bazen kâr payı alıyor bazen almıyor. Kâr payı almamasının sebebi satıcının parayı belirli bir süre bankada tutmasıdır. Eğer satıcı tutmazsa ondan komisyon kesiyor. Bu durum doğrudan satılan mallara maliyet olarak yansıyor. Dolayısıyla kredi kartı kullanımı eğer caiz ise kâr payı alarak taksitlendirmek de caiz olur, değilse o da caiz olmaz.

Kredi kartıyla yapılan harcamalarda, kart sahibi kart borcunu ödemeyince doğrudan katılım payı alınması uygulamasına bakışınız nedir?

Bu uygulamanın İslam hukukuna uygunluğu tartışılabilir. Bu hususta en iyimser görüş vade tarihindeki alım bedelinin talep edilebileceği doğrultudadır. Bunun dışında belki uğranılan zararlar talep edilebilir. Ama bankaya para yatırmış gibi bir muamele yapılamaz.

Vadeli işlemlerde (özellikle de ileride elde edilecek mahsul vs mallarda) ürün teslimi ve risk paylaşılması konusunda görüşleriniz nelerdir?

Bu konuda çok net bir açıklama *Mecelle*'nin esbab-ı mucibesinde var. Aynen şöyle deniyor: "Yüz doksan yedinci ve iki yüz beşinci maddeler mûcibince ma'dumun bey'i sahih değildir. Halbuki gül ve enginar gibi şukufe ve sebze ve meyve mahsulatı mütalâhikul-vürûd olarak bazı efradı zuhur etmeden diğer bazı efradı husule gelüb geçer olduğu cihetle ekseriya bu misillülerin zuhur etmiş ve edecek olan mahsulâtı toptan olarak satılmak örf ü âdet olmuştur. Ve bu misillü mahsulatda mevcuda teb'an ma'dumun dahî beraber olarak toptan satılmasını İmâm Muhammed Bin Hasan Eş-Şeybani rahmetullahi aleyh Hazretleri istihsanen tecviz buyurmuş ve İmâm Fazlî ve Şemsül-eimmetil-Hulvânî ve Ebu Bekir Bin El-Fazl rahmetullahi aleyhim anın kavliyle ifta etmiş olduklarından ve nâsı bu misillü örf ve âdetlerinden geçürmek kabil olamayub, halbuki muâmelât-ı nası fesada nisbetden ise mehmâ-emken sıhhate hamletmek evlâ olduğundan bu Mecelle'de dahî kavl-i Muhammed bit-tercih ikiyüz yedinci madde ana muvâfık olarak yazılmıştır."

Şirketin (projesi, yaptığı sözleşme vs. nedeniyle) öngördüğü gelecek dönem nakit akışlarını teminat göstererek finansör ile belirlenen bir oranda proje/şirket ortaklığına girmesi caiz midir? Getirisi belli olmayan projeden belirli getiri veya hisse üzerinde anlaşılmasında sıkıntı var mıdır? Emtia piyasalarında (altın, gümüş, bakır, domates, vs) vadeli satış ve ödeme/iade zamanının değişim aracı (para birimi, mal cinsi, vs) konusunda caiz olmayan ya da şüphe doğurabilecek konular nelerdir?

Vadeli satışın cevazı hususunda hadislerde açık hükümler bulunduğundan cevazı tartışmalı değildir.

Emtia piyasalarında alınıp satılan kâğıtların karşılığında gerçekten bir mal bulunmaması, menkul kıymete konu edilmiş malın ticaretinin fiilen gerçekleşmemesi durumunda işlemler caiz olur mu? (Örnek: Londra Metal Borsası).

Mecelle'deki ifade ile "madumun bey'i batıldır" yani ortada olmayan bir şeyi alıp satmak hükümsüzdür. Aynen para vakıflarının işletilmesindeki bey'ülîne gibi hayali bir satış söz konusu olup tecviz etmek mümkün değildir.

Malların taksitli satışı ile altın vb. şeylerin vade farkı ile satışını birbirinden ayırt etmek gerekir. Burada en azından faiz şüphesi vardır. Vade farkı yerine, altın gram olarak hesaplanıp bedelinin ödeneceği tarihteki gramının değeri ödenirse mahzur olmaz. Mesela 100 gram altını her ay 25 gramın bedelinin ödemek üzere satın almak mümkündür. Ödeme tarihinde 25 gram altının değeri ödenir.

Kredi kartları ile taksitli/vadeli fiyattan alınan malın peşin fiyattan tekrar aynı satıcıya ya da bir başkasına satılması caiz midir? Bu işlem altın ve gümüş gibi likit bir kamusal para/mal ile yapılır ise durum değişir mi?

Sanırım günümüzde spot piyasa bu şekilde işliyor. Ancak burada önemli olan "Ameller niyetlere göredir" hadisinden hareketle ne amaçla yaptığınızdır. Ticaret için böyle bir işlem yapılabilir. İnsanlar peşin veya vadeli aldıklarını peşin veya vadeli satabilirler. Ancak bu, kredi temini gibi bir amaca matuf olursa, faiz olacağını düşünüyorum.

Altın, gümüş gibi metallerin vade farkı alınarak para ile satışı caiz midir?

Malların taksitli satışı ile altın vb. şeylerin vade farkı ile satışını birbirinden ayırt etmek gerekir. Burada en azından faiz şüphesi vardır. Vade farkı yerine, altın gram olarak hesaplanıp bedelinin ödeneceği tarihteki gramının değeri ödenirse mahzur olmaz. Mesela 100 gram altını her ay 25 gramın bedelinin ödemek üzere satın almak mümkündür. Ödeme tarihinde 25 gram altının değeri ödenir.

Altın, gümüş gibi metallerin finans kurumlarının tahakkuk ettirdiği kredi kartı komisyonu müşteriden alınarak vadeli satışı caiz midir?

Kredi kartı ile satışlarda komisyonun kimden alındığı fark etmez. Sonuçta her zaman alıcıdan çıkar. Çünkü satıcı bu komisyonu maliyete ekler. Her iki halde de araya bankanın girdiğini ve aslında dolaylı da olsa faizli kredi verdiğini unutmamak gerekir.

Bu kadar sıkı bir görüşle piyasa/ekonomi nasıl işler?

Asıl mesele bu. İslam'a uygun bir çözüm mutlaka bulunabilir. Biz onu araştırmak yerine mevcut sistemi nasıl İslam'a uymuş gibi gösterebilirizin peşinde olmamamız lazım. Bu konuda kaç kişi çalışıyor acaba?



Hakan Gülelçe

FİDER
Genel Sekreteri

Finansal Kiralama



MEVCUT DURUM ANALİZİ

Kısaca tanımlamak gerekirse; finansal kiralama varlığa dayalı bir finansman yöntemidir. Bir yatırım malı alacak olan yatırımcı öncelikle edinmek istediği makineyi seçer, satıcıyı ve alım koşullarını belirler. Bu aşamayı takiben finansal kiralama şirketi ile irtibata geçer ve kredi tahsisi için talepte bulunur. Kredinin tahsis edilmesini takiben noterde bir finansal kiralama sözleşmesi akdedilir. Sözleşme akdedildikten sonra kiralamaya konu olacak makine finansal kiralama şirketi tarafından satın alınır ve kiracı/yatırımcıya teslim edilir. Kiracı kira bedellerini öder ve sözleşme süresi sonunda sembolik bir bedel ödeyerek malın mülkiyetine sahip olur.

Bankacılık kesiminin tamamlayıcı sektörü olan finansal kiralama sektörü tüm dünyada olduğu gibi ülkemizde de bankacılık sektörünün tamamlayıcısı olarak faaliyet göstermektedir. Mevduat toplayan kurumlar olmaları nedeniyle sıkı kurallara bağlı olarak faaliyet göstermek zorunda olan bankaların finanse edemedikleri küçük ölçekli şirketlerin yatırım harcamaları finansal kiralama şirketleri tarafından finanse edilmektedir. Finansal kiralama şirketleri varlık bazlı işlem yaptıkları için yukarıda belirtilen mali yapısı zayıf şirketleri fonlayabilmektedirler. Finansal kiralama şirketlerinin müşteri kitleleri dikkate alındığında; finansal kiralama sektörünün, istihdamın artırılmasında, kayıt dışı ekonomi ile mücadelede, dolayısıyla yoksullukla mücadelede azımsanamayacak etkileri konusunda şüphe bulunmamaktadır. Finansal kiralamanın bu özellikleri ile mikro krediler arasındaki benzerlikler gözden kaçmamaktadır. Bilindiği üzere 2006 Nobel Barış Ödülü, ekonomik ve sosyal kalkınmayı aşağıdan

Bankacılık kesiminin tamamlayıcı sektörü olan finansal kiralama sektörü tüm dünyada olduğu gibi ülkemizde de bankacılık sektörünün tamamlayıcısı olarak faaliyet göstermektedir.

yaratma çabalarından ötürü Muhammed Yunus ve Grameen Bank'a verilmiştir. Nobel ödüllü "mikro kredi sistemi" ile finansal kiralama sisteminin benzerlikleri dikkate alındığında finansal kiralamanın tüm dünyada neden önemsendiği kolaylıkla anlaşılabilir. Ülkemizde de finansal kiralama sektörünün gelişimini sağlayacak ortamın yaratılması ve önündeki engellerin kaldırılmasının refah artırıcı etkileri kısa vadede görülecektir. Aşağıdaki tablolarda finansal kiralamanın dünyada ve ülkemizde gelişimi izlenebilir. Bu gelişimin güncel ifade ile "köpük" olmadığı aşikârdır. Çünkü finansal kiralama ile reel kesimin yatırımları ayni olarak finanse edilmektedir. Ortada amaç dışı kullanılabilecek bir kaynak yoktur, kredi doğrudan makine-ekipman şeklinde verilmektedir.

TARİHSEL GELİŞİM

3226 Sayılı Finansal Kiralama Kanunu 10 Haziran 1985'te yürürlüğe girdi. Bu tarihten itibaren yaklaşık 52 milyar USD tutarında yatırım malı finansal kiralama ile finanse edilmiştir.

Finansal kiralama ne demektir?

Kısaca tanımlamak gerekirse; finansal kiralama varlığa dayalı bir finansman yöntemidir. Bir yatırım malı alacak olan yatırımcı öncelikle edinmek istediği makineyi seçer, satıcıyı ve alım koşullarını belirler. Bu aşamayı takiben finansal kiralama şirketi ile irtibata geçer ve kredi tahsisi için talepte bulunur. Kredinin tahsis edilmesini takiben noterde bir finansal kiralama sözleşmesi akdedilir. Sözleşme akdedildikten sonra kiralamaya konu olacak makine finansal kiralama şirketi tarafından satın alınır ve kiracı/yatırımcıya teslim edilir. Kiracı kira bedellerini öder ve sözleşme süresi sonunda sembolik bir bedel ödeyerek malın mülkiyetine sahip olur

YILLAR İTİBARİYLE İŞLEM HACMİ

	Milyon USD	Sözleşme Adedi	Ortalama Sözleşme Büyüklüğü (USD)	İşlem Hacmi Artış Oranı	Sözleşme Sayısı Artış Oranı
1986	0	-	-	-	-
1987	9	-	-	-	-
1988	64	-	-	% 636	-
1989	259	-	-	% 305	-
1990	402	-	-	% 55	-
1991	377	-	-	% -6	-
1992	496	-	-	% 32	-
1993	824	-	-	% 66	-
1994	503	-	-	% -39	-
1995	1.252	-	-	% 149	-
1996	1.700	-	-	% 36	-
1997	1.863	-	-	% 10	-
1998	1.941	-	-	% 4	-
1999	945	-	85.667	% -51	% -40
2000	1.630	1.999	82.661	% 72	% 79
2001	732	6.712	109.058	% -55	% -66
2002	1.328	19.383	68.514	% 81	% 189
2003	2.166	24.250	89.320	% 63	% 25
2004	2.921	28.581	102.201	% 35	% 18
2005	4.236	37.239	113.752	% 45	% 30
2006	5.271	42.963	122.687	% 24	% 15
2007	8.203	51.519	159.223	% 56	% 20
2008	5.301	19.878	266.676	% -35	% -61
2009	2.198	6.197	354.688	% -59	% -69
2010	3.183	10.186	312.488	% 45	% 64
2011	4.891	14.648	333.902	% 54	% 44

ÖZEL SEKTÖRÜN MAKİNE-EKİPMAN YATIRIMLARININ FİNANSAL KİRALAMA İLE FİNANSE EDİLME ORANI

Yukarıda belirtilen işlem hacmi büyüklüklerinin ekonomi içindeki önemini anlamak için özel kesim makine teçhizat yatırımlarının gelişimine bakılmasında yarar görmekteyiz. Çünkü finansal kiralama sektörünün faaliyet konusu özel kesimin makine yatırımlarının finansmanıdır. Özel kesim makine teçhizat harcamalarını TÜİK tarafında hazırlanan harcamalar bazında GSYİH serisinin detayları içinden takip etmekteyiz. Özel kesim makine teçhizat harcamaları cari fiyatlarla, 2007 yılında 92,9 milyar TL, 2008 yılında 92,1 milyar TL, 2009 yılında 80,4 milyar TL, 2010 yılında ise 108,8 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Özel kesim makine harcamaları 2010'un dokuz aylık döneminde 76,8 milyar TL iken bu rakam 2011'in dokuz aylık döneminde 118,4 milyar TL'ye yükselmiştir.

Gelişime penetrasyon oranları bazında bakılması, tablonun doğru değerlendirilmesi açısından önemlidir. Penetrasyon oranı, taşınmaz hariç finansal kiralama işlem hacmi/özel kesim makine-teçhizat harcamaları şeklinde hesaplanmıştır. Penetrasyon oranları 2007'de % 9,78, 2008'de % 6,6, 2009 yılında % 3,71, 2010 yılında ise % 3,94 olarak gerçekleşmiştir. Penetrasyon oranı 2010'un dokuz aylık döneminde % 3,84 iken 2011'in dokuz aylık döneminde % 4,47 olarak gerçekleşmiştir.

Özel kesim makine harcamalarının 2011'in dokuz aylık döneminde, 2010'un aynı dönemine oranla % 54 oranında artış gösterdiği bir dönemde finansal kiralama penetrasyon oranının % 3,84'ten % 4,47'e yükselmiş olması, sektörün büyüme ivmesinin gücünü göstermesi açısından önem taşımaktadır.

Finansal kiralama ülkemizde ne zaman başladı?

Ülkemizde, 3226 Sayılı Finansal Kiralama Kanunu 10 Haziran 1985'te yürürlüğe girdi. Bu tarihten itibaren yaklaşık 52 milyar USD tutarında yatırım malı finansal kiralama ile finanse edilmiştir.

Finansal kiralama sektörünün gelişimini doğru şekilde yorumlayabilmek için bir de dünya leasing işlem hacmine bakmakta yarar görülmektedir. Tüketiciye yapılan işler ve taşınmaz işleri hariç, operasyonel kiralama dahil olmak üzere dünya leasing işlem hacmi 2007 yılında 780 milyar USD iken 2008 yılında 732,8 milyar USD, 2009 yılında 557,3 milyar USD, 2010 yılında 616,8 milyar USD olmuştur. Türkiye 2007 yılında 20. sırada iken 2008 yılında 28. sırada, 2009'da 31. sırada, 2010 yılında 28. sırada yer almıştır.

Avrupa ülkelerinin 2009 yılı işlem hacmi 211,5 milyar USD, 2010 işlem hacmi 212,5 milyar USD olarak gerçekleşmiştir. Yukarıdaki verilerin önceki döneme göre gelişim oranları hesaplandığında aşağıdaki tabloya ulaşılmaktadır.

FİNANSAL KİRALAMA İŞLEM HACMİ VE PENETRASYON ORANLARI (Cari Fiyatlarla)

Milyon TL	GSYİH	Özel Kesim Makina Yatırımları	Leasing İşlem Hacmi (Taşınmaz Hariç)	Penetrasyon Oranı
1998	70.203	8.231	511	% 6,2
1999	104.596	8.740	396	% 4,5
2000	166.658	16.935	1.010	% 6
2001	240.224	16.290	861	% 5,3
2002	350.476	25.745	1.993	% 7,7
2003	454.781	38.493	2.927	% 7,6
2004	559.033	63.432	3.849	% 6,1
2005	648.920	76.190	5.240	% 6,9
2006	758.391	92.180	7.140	% 7,7
2007	843.178	92.967	9.089	% 9,8
2008	950.144	91.861	6.078	% 6,6
2009	952.635	80.663	2.983	% 3,7
2010	1.103.749	108.826	4.289	% 3,9
2010 - 9 Ay	806.209	76.798	2.948	% 3,84
2011 - 9 Ay	957.326	118.420	5.290	% 4,47

CARİ DEĞERLERİN BİR ÖNCEKİ YILA GÖRE DEĞİŞİMİ				
Milyon TL	GSYİH	Özel Kesim Makina Yatırımları	Leasing İşlem Hacmi (Taşınmaz Hariç)	TÜFE
1998	-	-	-	-
1999	% 49	% 6	% -23	% 68,8
2000	% 59	% 94	% 155	% 39
2001	% 44	% -4	% -15	% 68,5
2002	% 46	% 58	% 131	% 29,7
2003	% 30	% 50	% 47	% 18
2004	% 23	% 65	% 31	% 9,35
2005	% 16	% 20	% 36	% 7,72
2006	% 17	% 21	% 36	% 9,65
2007	% 11	% 1	% 27	% 8,39
2008	% 13	% -1	% -33	% 10,06
2009	% 0,3	% -12	% -51	% 6,53
2010	% 15,9	% 35	% 44	% 6,4
2010- 9 Ay	% 19	% 54	% 79	% 4,53
2011 - 9 Ay	% 19	% 54	% 79	% 4,53

EKONOMİNİN DİĞER AKTÖRLERİ TARAFINDAN FİNANSE EDİLEMEYEN KOBİ'LERİN YATIRIMLARININ FİNANSMANI İÇİN UYGUN FİNANSAL ARAÇLARA ULAŞAMAMALARININ ÜLKE EKONOMİSİNE ETKİLERİ (İstihdam, Üretim, Vergi, vb.)

Küçük ölçekli KOBİ'lerin yatırımlarını finanse etmek üzere uygun finansman araçlarına ulaşamamaları nedeni ile üretim aktivitesi dışında kalmalarının ülkemiz açısından çok olumsuz etkileri olacağı hepimizin malumudur. Bu işletmeler ülkemizde girişim sayısı bazında çok geniş bir tabanı oluşturmakta ve sağladıkları istihdam açısından göz ardı edilemeyecek kadar önemlidirler. Bu tabanın genişliğini ifade edebilmek için TÜİK tarafından sonuncusu 2009 yılı itibariyle hazırlanmış olan iş istatistiklerinden birkaç verinin alınmasında yarar görülmektedir. Sözkonusu istatistiklerde, 1-99 kişi arasında çalışanı olan girişim sayısının toplam girişim sayısına oranının % 99,66 olduğu görülmektedir. Bu işletmeler toplam işgücünün % 68,98'ine istihdam sağlamaktadırlar. Aynı zamanda ülkemizdeki toplam cironun % 53,23'ünü ve faktör maliyetleri ile hesaplanan katma değerin % 42,67'sini 1-99 kişi arasında çalışanı bulunan girişimler yaratmaktadır. Sözkonusu girişimlerin 2009 yılında yapmış oldukları yatırım harcaması 32,4 milyar TL'dir. Aynı dönem finansal kiralama sektörünün taşınmaz hariç işlem hacmi 2,9 milyar TL'dir. Finansal kiralama sektörünün yaptığı işlerin tamamına yakınının 1-99 kişi çalıştıran girişimlere yapıldığı dikkate alındığında, bu işletmelerin yatırım harcamalarının % 9,2 sinin finansal kiralama şirketleri tarafından finanse edildiği sonucu çıkmaktadır. 1-99 arasında çalışanı olan girişimlerin toplam yatırımlarının % 9,2'sinin finansal kiralama sektörü tarafından finanse edilmiş olması önemli bir büyüklük olmakla birlikte bu oran sektörün olağandışı küçüldüğü döneme aittir ve sektör geçmişteki büyüklüğüne kısa sürede ulaşacak ve süratle geçecektir. Bu nedenle aşağıdaki tablolarda bulunan geçmiş yıllara ait istatistiklerin dikkatle incelenmesinde yarar görülmektedir.

Tablo 1'de; 1-99 çalışanı bulunan girişimlerin yaptıkları makine-ekipman yatırımlarının leasing ile finanse edilme oranlarının yıllar itibariyle % 9,19 - % 27,39 arasında dalgalandığı görülmektedir. Bu yüksek orandaki finansmanı

Finansal kiralamanın ülkemizdeki son durumu ve gelecek hedefi nedir?

Ülkemizde, özel kesim makine harcamalarının 2011'in dokuz aylık döneminde, 2010'un aynı dönemine oranla % 54 oranında artış göstermiştir. Bugün finansal kiralama penetrasyon oranının % 3,84'den % 4,47'e yükselmiş olması, sektörün büyüme ivmesinin gücünü göstermesi açısından önem taşımaktadır. Türkiye'nin finansal kiralamada gelecek hedefi, 2016 yılına kadar penetrasyon oranının % 15'e çıkartılması, başka bir ifade yıllık işlem hacminin 20 milyar USD olmasıdır.

ÖNCEKİ DÖNEME GÖRE DEĞİŞİM ORANLARI					
Milyon TL	2007	2008	2009	2010	2011
İşlem Hacmi-USD Bazında (Türkiye)	-	% -35	% -59	% 45	% 54
İşlem Hacmi-USD Bazında (Dünya)	-	% -6,1	% -23,9	% 10,6	-
İşlem Hacmi-USD Bazında (Avrupa)	-	% -15	% -32	% 0,5	-
Özel Kesim Makine Yatırımları	-	% -1	% -12	% 35,3	% 54 (9 aylık)

gerçekleştiren finansal kiralama sektörünün aktif büyüklüğünün, toplam finansal kuruluşların aktif büyüklüklerinin % 1,03 - % 1,76'sı aralığında olduğu dikkate alındığında sektörün makro ekonomi açısından önemi daha iyi anlaşılmaktadır. Bu işletmeler çalışanların yaklaşık % 70'ini istihdam etmektedirler. Yukarıda belirtilen büyüklüklerle birlikte düşünüldüğünde, finansal kiralama kullanıcılarının çok geniş bir kesimi temsil etmekte oldukları ve bu kesimin ihtiyaçlarının ülke ekonomisi açısından ve sosyal dokunun korunması açısından önemi ortaya çıkmaktadır.

Küçük işletmelerin finansmanının finansal kiralama yöntemi ile sağlanmasının vergi tabanını genişletici ve vergi gelirlerini artırıcı etkisi üzerinde de durulması gerekmektedir. Ülkemizde kayıtdışı ekonominin büyüklüğü üzerinde değişik tahminlerde bulunulmaktadır. Kayıtdışılık oranının özellikle küçük ölçekli işletmelerde arttığı bilinmektedir.

Küçük işletmelerin finansmanının finansal kiralama yöntemi ile sağlanmasının vergi tabanını genişletici ve vergi gelirlerini artırıcı etkisi üzerinde de durulması gerekmektedir. Ülkemizde kayıtdışı ekonominin büyüklüğü üzerinde değişik tahminlerde bulunulmaktadır. Kayıtdışılık oranının özellikle küçük ölçekli işletmelerde arttığı bilinmektedir. Çeşitli kaynaklarda, küçük ölçekli işletmelerdeki kayıt dışı oranının % 50 civarında seyrettiği belirtilmektedir. Finansal kiralamanın varlık bazlı bir finansman yöntemi olduğundan yukarıda bahsedilmişti. Nakit olarak kullandırılmadığı, leasing'e konu makinenin leasing şirketi tarafından kendi adına satın alınıp kiracının kullanımına teslim ediliyor olması nedeniyle bu yatırımın % 100 oranında kayıt altında olduğu dikkate alınmalıdır. Yatırımını finansal kiralama ile gerçekleştiren işletme, bu yatırımı ortalama 5 yıl içinde amortisman ayırmak suretiyle giderleştirmek zorundadır. Bununla birlikte kullandığı finansmanın faizini de kullanım süresi içinde giderleştirmek zorundadır. İşletme bu şekilde kaydettiği giderleri karşılayıp bir miktarda kâr edecek oranda ciro göstermek zorundadır. Aksi takdirde Gelir İdaresi'nin kullanmakta olduğu veri ambarları ve veri ambarlarının yönetimi ve sorgulamasında kullanılan programlar sayesinde belirlenme ve denetime alınma olasılığı oldukça yüksektir. Kayıt içine alınan faaliyetin finansal kiralama sözleşmesi sonrasında geri çekilmesi de imkânsız hale gelmekte ve yapılan bir finansal kiralama işlemi amortisman süresi sona erdikten sonra da kamuya sürekli olarak gelir üretir hale gelmektedir.

2. Finansal Kiralama Şirketlerinin KOBİ'leri Daha Etkin Finanse Edebilmeleri İçin Yapılması Gereken Düzenlemeler

2.1. Finansal Kiralama, Faktoring ve Finansman Şirketleri Kanun Tasarısının yasalaşmasının getirileri

21.5.2009 tarihinde TBMM Plan ve Bütçe Komisyonuna sevk edilen ancak genel seçimler nedeniyle hükümsüz hale gelen Kanun Tasarısı'nın Hükümet tarafından yenilenmesi

Mecliste beklemekte olan, finansal kiralama, faktoring ve finansman şirketleri kanun tasarısının getirileri nelerdir?

21.5.2009 tarihinda TBMM Plan ve Bütçe Komisyonuna sevkedilen ancak genel seçimler nedeniyle hükümsüz hale gelen Kanun Tasarısı'nın Hükümet tarafından yenilenmesi ve kanunlaşması durumunda, mevcut Kanun kapsamında şu işlemler yapılabilir hale gelecektir; Faaliyet kiralaması (operasyonel kiralama), satıp geri kiralama işlemleri yapılması, bilgisayar yazılımlarının çoğaltılmış nüshalarının leasing'e konu olması, asli niteliğini koruyan her malın bağımsız olarak leasing'e konu edilmesi.

ve kanunlaşması durumunda, mevcut Kanun kapsamında yapılamayan aşağıda belirtilen işlemler yapılabilir hale gelecektir. Finansal kiralama sektörünün sunduğu ürün çeşidinin artması sonucunda işlem hacminde önemli ölçüde artış olacaktır. Bu gelişme sonucunda finansal kiralama sektörünün hedef kitlesini oluşturan küçük işletmelerin finansal kiralamadan daha geniş şekilde yararlanabilmelerinin koşulları oluşmuş olacaktır. Bu şekliyle ülkemizdeki Leasing Mevzuatı, ABD ve AB ülkelerindeki uygulamalar ile ve UNIDROIT (Özel Hukukun Birleştirilmesi Uluslararası Enstitüsü) tarafında hazırlanan "Kiralama Hakkında Taslak Model Kanun" ile uyumlu şekle gelecektir. Kanun Tasarısının yürürlüğe girmesi halinde yapılabilir hale gelecek işlemler (Kanun Tasarısının madde no'ları ile belirtilmektedir):

• Madde 3 (1) b) F*inansal kiralama şirketlerinin faaliyet kiralaması (operasyonel kiralama) yapabilmeleri sağlandı.* Bu işlem türü ile, leasing'den farklı olarak işletmelerin kısa vadeli makine ve ekipman ihtiyaçlarına yönelik tedarik hizmeti verilebilecek. Özellikle KOBİ'lerin proje bazlı faaliyet gösteren alt yüklenici işletme niteliğindeki işletmeler aldıkları projeye özel makineleri kiralayıp, proje tamamlandığında makineyi iade edebileceklerdir.

• Madde 18 (1) *Satıp geri kiralama işlemleri yapılabilecek.* İşletme sermayesi açığı olan şirketler aktiflerindeki bina ve makineleri leasing şirketine satıp, satış bedeli peşin olarak leasing şirketinden tahsil etmek suretiyle bilançolarını likit hale getirip, ortaya çıkan bu fonu işlerine kanalize edebilecekler. Leasing şirketine geri ödemeleri ise uzun vadeye yayılmış finansal kira bedelleri şeklinde ödeyebileceklerdir.

DÜNYA LEASING İŞLEM HACMİ

Yıl	Milyon USD	İşlem Hacmi (Milyar USD)
1990	331,6	-
1991	345,3	4,13
1992	323,3	-6,37
1993	309,6	-4,24
1994	356,4	15,12
1995	409,1	14,79
1996	428,1	4,64
1997	405,8	-5,21
1998	432,5	6,58
1999	473,5	9,48
2000	499	5,39
2001	476,7	-4,47
2002	461,6	-3,17
2003	511,3	10,77
2004	579,1	13,26
2005	582	0,5
2006	633,7	8,88
2007	780,4	23,15
2008	732,8	-6,1
2009	557,3	-23,95
2010	616,8	10,68

• Madde 19 (1) *Bilgisayar yazılımlarının çoğaltılmış nüshaları leasing'e konu olabilecek.* Özellikle tasarım işleriyle uğraşan işletmeler oldukça yüksek bedelli paket programlar kullanmaktadırlar. Maddi olmayan değer niteliğinde olmaları nedeniyle mevcut Kanun bu programların leasing'e konu edilmelerine izin vermemektedir.



İLK 50'YE GİREN ÜLKELER VE DEĞİŞİM ORANLARI				
Sıralama	Ülke	İşlem Hacmi (Milyar USD	2009-2010 Değişim Oranı	Penetrasyon Oranı (%)
1	ABD	193,90	12	17,1
2	Çin	63,72	50	3,8
3	Almanya	52,49	6,3	14,3
4	Japonya	50,75	-6,6	6,3
5	Fransa	30,89	7,3	10,5
6	İtalya	25,46	5,4	13,1
7	Rusya	20,54	131	7,7
8	Kanada	16,09	19	15,1
9	Brezilya	14,99	-42,6	-
10	Birleşik Krallık	13,38	-13,9	18,5
11	Avustralya	10,40	-1	12
12	İsviçre	10,39	7,3	10,2
13	İspanya	9,68	25,3	4,7
14	Polonya	9,58	20,7	11,5
15	İsveç	9,12	8,3	19,2
16	Kore	8,36	45,4	4,8
17	Avusturya	6,16	6,5	13
18	Hollanda	5,89	-17,2	5,1
19	Norveç	5,85	7	19,8
20	Belçika	5,35	6,6	7,5
21	Portekiz	4,85	1,7	18,4
22	Danimarka	4,65	-8,5	16
23	Şili	3,86	51,4	-
24	Meksika	3,31	-13,5	-
25	İrlanda	3,30	1,2	-
26	Güney Afrika	3,10	20	-
27	İran	3,10	136	4
28	Türkiye	2,82	45,8	3,9
29	Kolombiya	2,75	111,5	-
30	Çek Cumhuriyeti	2,57	3,6	11,5
31	Peru	2,57	16,8	-
32	Finlandiya	2,41	-8,6	14,3
33	Romanya	1,46	-20,5	4,1
34	Mısır	1,46	137	-
35	Macaristan	1,39	-39,9	6,8
36	Slovakya	1,27	12,7	14
37	Tayvan	1,26	65,2	-
38	Fas	1,16	6,7	15,1
39	Slovenya	1,06	-6,7	15
40	Arjantin	0,88	117,2	-
41	Nijerya	0,69	7,4	-
42	Estonya	0,62	17,2	20,2
43	Yunanistan	0,60	-31,2	4,6
44	Bulgaristan	0,55	-23,4	6,6
45	Yeni Zelanda	0,40	-1	-
46	Letonya	0,38	3,4	9,5
47	Portoriko	0,37	8,1	-
48	Filipinler	0,36	3,6	-
49	Kazakistan	0,34	-52,8	-
50	Sırbistan-Karadağ	0,32	-34	-
	TOPLAM	616,85		

Kaynak: World Leasing Yearbook 2012

1-99 Kişi Arasında Çalışanı Olan Girişimler (TL)					
Yıl	Girişim Sayısı	Çalışan Sayısı	Maddi Mallara İlişkin Brüt Yatırım	Taşınmaz Hariç Leasing Hacmi	Yatırımların Leasing İle Finanse Edilme Oranı (%)
2003	1.734.889	4.699.413	17.682.729.294	2.927.000.000	16,55
2004	1.996.826	5.375.242	18.912.179.444	3.849.000.000	20,35
2005	2.386.629	6.506.663	28.252.425.013	5.240.000.000	18,55
2006	2.466.018	6.693.446	46.537.246.071	7.140.000.000	15,34
2007	2.559.095	6.846.906	33.187.060.105	9.089.000.000	27,39
2008	2.574.214	6.972.338	37.236.335.423	6.078.000.000	16,32
2009	2.474.977	6.571.128	32.444.223.662	2.983.000.000	9,19

• Madde 19 (2) *Asli niteliğini koruyan her mal bağımsız olarak leasing'e konu edilebilecek.* Mevcut Kanun'da finansal kiralama şirketinin mülkiyetine sahip oldukları malların leasing'e konu edilebileceği yönünde hüküm bulunmaktadır. Medeni Kanunun 684 ve 686. maddelerinde belirtildiği üzere, bir şeye malik olan kimse o şeyin bütünleyici parçalarının ve aksi belirtilmedikçe eklentilerinin de maliki olur.

"MADDE 684.- Bir şeye malik olan kimse, o şeyin bütünleyici parçalarına da malik olur.

MADDE 686.- Bir şeye ilişkin tasarruflar, aksi belirtilmedikçe onun eklentisini de kapsar."

Medeni Kanunun yukarıda belirtilen hükümleri nedeniyle mevcut Finansal Kiralama Kanununa göre eklenti ve bütünleyici parça niteliğindeki makine ve ekipman finansal kiralamaya konu edilememektedir. Tasarıdaki düzenleme ile eklenti ve bütünleyici parçalar da leasing'e konu olabilecektir. Bu düzenleme pek çok işletmeye küçük paketler halinde yaygın şekilde finansman sağlanmasına olanak sağlayacaktır.

Medeni Kanunun yukarıda belirtilen hükümleri nedeniyle mevcut Finansal Kiralama Kanununa göre eklenti ve bütünleyici parça niteliğindeki makine ve ekipman finansal kiralamaya konu edilememektedir. Tasarıdaki düzenleme ile eklenti ve bütünleyici parçalar da leasing'e konu olabilecektir. Bu düzenleme pek çok işletmeye küçük paketler halinde yaygın şekilde finansman sağlanmasına olanak sağlayacaktır.

- Finansal kiralama faaliyeti gösteren şirketlerden yabancı sermayeli olanlar aleyhine rekabet eşitsizliğine neden olan düzenlemelerde iyileştirme yapılması:

Bilindiği üzere, yabancı sermayeli finansal kiralama şirketlerinin kiraladığı hava araçları ve deniz araçları Türk limanları arasında ticari faaliyette bulunamamaktadırlar.

Bu sorunumuz, TBMM Plan ve Bütçe Komisyonu'nda beklemekte olan Finansal Kiralama, Faktoring ve Finansman Şirketleri Kanunu Tasarısının 22. maddesinin 6 ve 7 no'lu bendleri ile çözüme kavuşmuş olacaktır. Benzer bir çözüme, Tapu Kanununun 36. maddesine yönelik yapılacak bir düzenleme ile taşınmaz işlerinde de ihtiyaç duyulmaktadır.

1-99 Çalışanı Olan Girişimlerin Önemli Büyüklüklerinin Toplam Girişimlere Oranı					
Yıl	Girişim Sayısı	Çalışan Sayısı	Ciro	Faktör Maliyetiyle Katma Değer	Maddi Mallara İlişkin Brüt Yatırım
2003	% 99,69	% 70,41	% 56,11	% 49,54	% 44,08
2004	% 99,7	% 71,28	% 59,73	% 45,85	% 44,41
2005	% 99,71	% 72,78	% 59,18	% 49,05	% 50,4
2006	% 99,68	% 71,06	% 56,37	% 46,14	% 34,06
2007	% 99,66	% 69,66	% 56,32	% 44,19	% 31,79
2008	% 99,66	% 69,12	% 54,62	% 42,75	% 36,63
2009	% 99,66	% 68,98	% 53,23	% 42,67	% 31,21

Yıl	Finansal Sektörün Aktif Büyüklüğü	Finansal Kiralama Aktif Büyüklüğü	Finansal Kiralamanın Finansal Sektöre Oranı (%)
2003	382.800.000.000	5.000.000.000	1,31
2004	455.200.000.000	6.700.000.000	1,47
2005	591.500.000.000	6.100.000.000	1,03
2006	697.800.000.000	10.000.000.000	1,43
2007	806.500.000.000	13.700.000.000	1,7
2008	972.400.000.000	17.100.000.000	1,76
2009	1.095.200.000.000	14.600.000.000	1,33

Tablo 1

- Finansal kiralama sektörü ile banka ve finansman şirketleri arasında rekabet eşitsizliği oluşturan Karayolları Taşıma Yönetmeliği'nde finansal kiralama yolu ile edinilen araçlar geçmiş yıllarda olduğu şekli ile "özmal" olarak nitelendirilmelidir.

Belirtilen düzenleme yapılmadan leasing şirketlerinin ticari araç filolarını finanse etme oranı ne yazık ki çok düşük kalacaktır. Bu durum rekabet hukuku açısından da sorunlu bir durum olarak değerlendirilmektedir.

- Organize sanayi bölgelerindeki taşınmazların finansal kiralama yöntemi ile edinilmesi konusunda uygulamada tereddüt ile karşılaşılmaktadır. Bazı işlemlerde, 4562 sayılı Organize Sanayi Bölgeleri Kanununun arsa tahsisleri ile ilgili 18. maddesinden hareketle finansal kiralama şirketlerine arsa tahsisi yapılamayacağı yönünde görüşler ile karşılaşılmaktadır. Aynı yatırımcı yatırımını banka kredisi ile finanse ederse arsa tahsisinde bir sorun yaşanmıyor, buna karşılık yatırımını finansal kiralama yöntemi ile finanse etmek isterse mülkiyet finansal kiralama şirketine geçeceği için sorun yaşanabilmektedir. Bu durum, banka kredisi ile finansal kiralama arasında eşit rekabet koşullarının bozulmasına neden olmaktadır. Uygulamada tereddüt yaşananmasına neden olan 4562 sayılı Kanunun 18. maddesinde katılımcının OSB'lerinden finansal kiralama yöntemi ile arsa edinebileceklerine ilişkin bir düzenleme yapılmalıdır.

Organize sanayi bölgelerindeki taşınmazların finansal kiralama yöntemi ile edinilmesi konusunda uygulamada tereddüt ile karşılaşılmaktadır. Bazı işlemlerde, 4562 sayılı Organize Sanayi Bölgeleri Kanununun arsa tahsisleri ile ilgili 18. maddesinden hareketle finansal kiralama şirketlerine arsa tahsisi yapılamayacağı yönünde görüşler ile karşılaşılmaktadır. Aynı yatırımcı yatırımını banka kredisi ile finanse ederse arsa tahsisinde bir sorun yaşanmıyor, buna karşılık yatırımını finansal kiralama yöntemi ile finanse etmek isterse mülkiyet finansal kiralama şirketine geçeceği için sorun yaşanabilmektedir.

- Yatırımlarını finansal kiralama yöntemi ile finanse eden KOBİ niteliğindeki işletmeler KOBİ desteklerinden yararlanamıyorlar. Buna karşılık, banka kredisi kullanması durumunda KOSGEB desteklerinden yararlanmaları konusunda bir sorun yaşamıyorlar. Rekabet koşullarını bozan bu uygulama değiştirilmeli, yatırımlarını finansal kiralama yöntemi ile edinen KOBİ'ler de faiz desteğinden yararlanabilmelidirler.

2.2. İşlem Maliyetlerinin Düşürülmesi

1. Konusu taşınmaz olan finansal kiralama işlemlerinde, sözleşme konusu taşınmazın sözleşme sonunda kiracıya devredilmesi durumunda, devir işleminin tapu alım satım harcına tabi tutulmayacağına ilişkin düzenlemeye ihtiyaç duyulmaktadır. Çünkü sözleşmenin başlangıcında finansal kiralama şirketi taşınmazı alırken alım ve satım harcı ödenmiştir. Sözleşme sonunda taşınmaz asıl yatırımcı olan kiracıya devrediliyorsa bu devir işleminin harca tabi tutulması bir alım satım işleminin iki defa vergilendirilmesi anlamına gelmektedir. Bu nedenle mevcut düzenlemede değişiklik yapılmasına ihtiyaç duyulmaktadır.

2. Detaya girmeden genel olarak belirtmek gerekirse, aracılık maliyetlerini oluşturan yasal düzenlemeler banka ve banka dışı sektörlerin tamamına eşit şekilde uygulanmalıdır. Kredi tahsis işi yapan sektörlerin aynı düzenleyici otorite tarafından farklı düzenlemelere tabi tutulmaları gerektiği düşünülmektedir.



SEKTÖRÜN GELECEĞİNE İLİŞKİN BEKLENTİLER

Türkiye'nin büyüklükleri ile sektörümüzün büyüklükleri karşılaştırıldığında sektörün mevcut büyüklüğünün sektörün potansiyelini yansıtmadığı belli olmaktadır. Bu saptamayı yapan sektör yöneticilerimiz bir stratejik planlama sürecinin başlatılmasına karar verdiler. Mayıs ayında üç gün süreli bir arama konferansı için bir araya gelindi.

Arama konferansına sektörümüzün yöneticilerinin yanısıra kiracıları, satıcıları temsilen davetliler, sektörümüz ile çalışan mali danışmanlar ve bir hukuk danışmanı akademisyen katıldı. Arama konferansı sonucunda 2016 yılına kadar ulaşılması gereken aşağıdaki hedefler katılımcıların tamamının mutabakatı ile belirlenmiştir:

- Penetrasyon oranının % 15'e çıkartılması, başka bir ifade ile yıllık işlem hacminin 20 milyar USD olması,

- Yukarıda belirtilen büyüme hedefini, sürdürülebilir karlılıktan taviz vermeden sağlayacak etkin ve verimli çalışma koşullarının oluşturulması yönünde sistemli faaliyet gösterilmesi hedef olarak kabul edilmiştir.

Finansal kiralama sektörünün hedeflenen büyümeyi gerçekleştirebilmesi için çalışma grupları oluşturmuş ve faaliyete geçilmiştir.

% 15 oranında penetrasyon oranına yıllar itibariyle aşağıdaki şekilde ulaşılması hedeflenmekte ve çalışmalarımız bu hedefe odaklanmış olarak sürdürülmektedir.

FİNANSAL KİRALAMA SEKTÖRÜ İŞLEM HACMİ HEDEFLERİ 2011-2016

Milyon USD	2011	2012	2013	2014	2015	2016
GSYİH	766.000	822.000	888.000	952.000	999.600	1.049.580
Özel Kesim Makine Ekipman Yatırımları	127.780	141.290	157.840	175.600	191.080	207.930
Finansal Kiralama Penetrasyon Oranı (Taşınmaz Hariç)	0,05	0,06	0,08	0,10	0,12	0,13
Finansal Kiralama İşlem Hacmi (Taşınmaz Hariç)	4.150	5.510	8.210	11.410	14.900	17.570
Finansal Kiralama İşlem Hacmi (Taşınmazlar)	500	660	980	1.370	1.790	2.110
Toplam Finansal Kiralama İşlem Hacmi	4.650	6.170	9.190	12.780	16.690	19.680

Prof. Dr.
Burak Arzova

Marmara Üniversitesi
Öğretim Üyesi

Barter İşlemleri



1.1. Tanım ve Kapsam

Barter en basit anlamıyla 'takas' ya da 'değiş-tokuş' olarak tanımlanabilmektedir. Barter için daha kapsamlı bir tanımlamaysa, bir işletmenin satın aldığı mal ya da hizmetin bedelini kendi ürettiği ya da sahibi olduğu mal ya da hizmetle ödemesi olarak verilebilir.[1]

Barter, her ne kadar en basit ifadeyle 'takas' olarak adlandırılsa bile, sisteminin içeriği dolayısıyla sadece takas olmaktan çok daha ötede bir kavramdır. Barter; çok sayıda alıcı ve satıcının bir arada karşı karşıya geldiği bir geniş pazar olmasının yanı sıra bu alıcı ve satıcıları belli kurallar çerçevesinde ve belli kriterlere göre bir araya toplayan, alıcı ve satıcının karşılıklı ilişkilerine düzenleme getiren, hem alıcının hem de satıcının haklarını ve sorumluluklarını belirleyen bir sistemdir. Bu nedenle barter sistemi, salt bir takas işlemi değildir. Barter; alıcı ve satıcının mevcut ekonomik şartlarda en iyi koşullarda pazar bulup, alışverişlerini bu pazarda yapmalarını sağlayan, belirli niteliklere sahip kişi ya da kurumların üye olabildiği ya da sistemden yararlanabildiği bir alışveriş kulübüdür.

Barter ticareti her ne kadar iki işletmenin karşılıklı takas yapmaları şeklinde algılansa da, gerek alternatiflerin az olması gerekse de ihtiyaçların karşılanma imkânının kısıtlı olması nedeniyle işletmeler arasındaki bir organizasyon olmaksızın bir işletmenin ürettiği mamul ya da hizmet karşılığında ihtiyacı olan bir mal ya da hizmeti almak isteyen diğer bir işletmenin ihtiyacı olan söz konusu bu mal ya da hizmeti bulması çok zor olmaktadır.[2]

Barter uluslararası ticarette 'mal takası' anlamında kullanılmaktadır. Ancak, burada takas yapan oyuncuların

1- *"Barter ile Ticaret Çok Avantajlı Oldu"*, Ekonomist *dergisi, 24 Kasım 1996, s. 16.*

2- *"Şimdi Parasız Alışveriş Moda"*, Aksiyon *dergisi, 9-15 Mart 1996, s. 40.*

sayısı, sadece bir alıcı ve sadece bir satıcıdan ibaret değildir. Yüzlerce ve hatta binlerce kişi kendi ihtiyaçları doğrultusunda mal ya da hizmet alım ya da satım talebinde bulunur. Barter sisteminde bu talep sahipleri oyuncular olarak adlandırılırlar. Barter, bu oyuncular arasında en uygunu en uygun olanıyla eşleştiren bir 'eşleştirici'dir.

Barter; para vermeden alışveriş imkânı tanıdığından dolayı işletmeler için bir finansman tekniğidir. İşletmelerde finansman yükünün hafifletilmesi, işletmenin sattığı mal ya da hizmetin girdi maliyetinin düşürülmesi anlamındadır. Barter finansman tekniği, diğer finansman tekniklerinden farklı olarak girdi maliyetini en aza indiren bir tekniktir. Çünkü barter sistemiyle finansman; mal ve hizmet alımında para ve paranın yükü olan faizle değil, mal ya da hizmete karşılık mal ya da hizmetle ödemektir. Sistem yoluyla karşı karşıya gelen alıcı ya da satıcı, talepte bulundukları mal ya da hizmetin temini için faiz yüküne katlanmazlar. Aynı mal ya da hizmeti kredi kullanmak yoluyla satın almak istediklerinde ise, kredilendirdikleri tutar kadar faiz yüküne katlanırlar. Oysa barter sisteminde 'faiz' yoktur.

İşletme eğer aynı mal ya da hizmeti elindeki mevcut nakdi ile almak isterse, paranın alternatif maliyeti vardır. Yani işletme elinde bulundurduğu nakit parayla 'henüz satın almış olduğu mal ya da hizmeti satın almasaydı aynı parayla hangi mal ya da hizmeti satın alacaktıysa' bu paranın alternatif maliyetidir. İşletme elinde 'atıl' olarak tuttuğu ve bir şekilde pazara arz edemediği mal ya da hizmeti kullanmak yoluyla almayı talep ettiği mal ya da hizmet için nakit para kullanmaz ya da yapacağı ödemenin sadece bir kısmını nakit ile karşılar.

Böylece elindeki mevcut nakdini ya diğer verimli gördüğü bir alanda kullanır ya da elindeki nakit para talep ettiği mal ya da hizmetin tamamını karşılamaya yetmiyorsa, bir kısmını almak yerine 'para + mal ya da hizmet' yoluyla talebinin tümünü karşılar.

Günümüzde bu uygulamaya özellikle futbolcu transfer dönemlerinde sıklıkla rastlanmaktadır. Göreceli olarak küçük olarak adlandırılan kulüpler, yetiştirdikleri oyuncuları yüksek fiyatlarla büyük kulüplere satmak istemektedirler. Büyük kulüpler ise, hem amaç hem de gider türleri itibariyle küçük kulüplerden farklılık gösterdiklerinden, ellerindeki bütün mevcut parayı bir oyuncunun transferine harcamak istememektedirler. Bu aşamada satıcının talebi 'nakit para' iken, alıcının bu alışveriş için ödenecek nakit parası bulunmamaktadır. Bu esnada karşılıklı olarak talebin ya da ihtiyacın karşılanması esas alınır. Büyük takım küçük takıma, futbolcu + nakit para önererek hem elindeki atıl kapasiteyi ya da diğer bir değişle artık mevcut kadro şartları içinde kendisinden yararlanılması düşünülmediği futbolcusunu kendine yer bulabileceği bir başka takıma teklif etmekte hem de istediği futbolcu için elindeki tüm nakdi kullanmamış olmaktadır. Bu sayede büyük kulüp bu transferin bu şartla gerçekleşmesi yoluyla, ihtiyacını gidermiş, elindeki atıl kapasiteye yeni fırsat yaratmış ve

Barter nedir?

Barter; alıcı ve satıcının mevcut ekonomik şartlarda en iyi koşullarda pazar bulup, alış verişlerini bu pazarda yapmalarını sağlayan, belirli niteliklere sahip kişi ya da kurumların üye olabildiği ya da sistemden yararlanabildiği bir alış-veriş kulübüdür. Barter ticareti, her ne kadar iki işletmenin karşılıklı takas yapmaları şeklinde algılansa da, gerek alternatiflerin az olması gerekse de ihtiyaçların karşılanma imkânının kısıtlı olması nedeniyle işletmelerin ihtiyacı olan söz konusu bu mal ya da hizmeti bulması çok zor olmaktadır. Barter; para vermeden alış veriş imkânı tanıdığından dolayı işletmeler için bir finansman tekniğidir. Sistem yoluyla karşı karşıya gelen alıcı ya da satıcı, talepte bulundukları mal ya da hizmetin temini için faiz yüküne katlanmazlar. Aynı mal ya da hizmeti kredi kullanmak yoluyla satın almak istediklerinde ise, kredilendirdikleri tutar kadar faiz yüküne katlanırlar. Oysa barter sisteminde 'faiz' yoktur.

Günümüzde bu uygulamaya özellikle futbolcu transfer dönemlerinde sıklıkla rastlanmaktadır. Göreceli olarak küçük olarak adlandırılan kulüpler, yetiştirdikleri oyuncuları yüksek fiyatlarla büyük kulüplere satmak istemektedirler. Büyük kulüpler ise, hem amaç hem de gider türleri itibariyle küçük kulüplerden farklılık gösterdiklerinden, ellerindeki bütün mevcut parayı bir oyuncunun transferine harcamak istememektedirler.



bütün parasını harcamamış olmaktadır. Küçük takım ise, para + futbolcu elde ederek, hem parasal olarak güçlenmiş hem de takıma yeni bir oyuncu katarak kaybettiği futbolcusunun yerini aynı ayarda olmasa bile doldurabilmiş olmaktadır.

Barter finansmanını kullanan işletmeler akla gelebilecek her türlü ihtiyacını bu sistemle karşılayabilirler. Örneğin, oto yedek parçaları üreten bir firma, firmasının muhasebe gibi bilgi işlem sistemini yenileyebilir. Bir turizm seyahat acentası, ofisinin mobilyalarını bilgisayar şirketi bayi toplantısını düzenlemek suretiyle sistemdeki mobilya üreten bir firmadan karşılayabilir.[3]

Barter sisteminin kalitesi üye firmaların çokluğu ile doğru orantılı olmaktadır. Çünkü, üye firma sayısı arttıkça, pazara sunulan mal ya da hizmet yelpazesi genişlemektedir.

Barter organizasyonun asıl görevi ise, bu sistemde 'çöpçatanlık' ya da diğer bir deyişle arz talebi ile birleştirmektedir.

3- *"Barter ile Ticaret Çok Avantajlı Oldu"*, Ekonomist *dergisi, 24 Kasım 1996, s. 17.*

2. BARTER İŞLEMLERİNİN DİĞER ÖDEME TÜRLERİ İLE OLAN İLİŞKİSİ

2.1. Barter ve Takas İlişkisi

Barter takastan daha ötede bir sistemdir. Takas; iki kişinin aynı değerdeki mallarını değiş-tokuş etmesidir. Burada önemli unsur, –buğday ve petrolün değiş-tokuş edildiğini varsayarsak– her iki tarafın da söz konusu ürünlere ihtiyacı olmasıdır. Aksi durumda ya da malların değeri aynı değilse takas ölür, gerçekleşmez.

Barter ise yukarıda da açıklandığı üzere daha geniş bir kavram ya da diğer bir deyişle, değiş-tokuşun sistemleştirilmiş şeklidir. Barter; işletmelerin ihtiyacı olan malları (toplu iğneden bilgisayara, tatil ihtiyacından otomobile kadar) para ödemeden ve hiçbir şekilde nakit akışını bozmadan alabilmeleri, bunun karşılığında da atıl olarak duran mal ve hizmetleri yine para almadan ihtiyaçların finanse etmeleridir.[4]

Barter takastan farklı olarak iki firmanın karşılıklı olarak malların değiş tokuş etmesi değildir. Barter sistemine dahil bir işletme, aynı sisteme dahil pek çok işletme arasından ihtiyacını karşılayabileceği işletmeyi seçer ve onunla değiş tokuşu gerçekleştirir.

4- *"Yurtiçi Barter Krizi Yenmenin İlacı Oldu"*, Ekonomist *dergisi, 17 Temmuz 1994, s. 10-11.*

Barter pazarını barter şirketi yönetmektedir. Barter şirketi üye firmaların kendisine verdiği yetki ile barter pazarını yönetir. Barter şirketinin birincil ve tek görevi barter pazarının sağlıklı ve sürekli gelişimini sağlamaktadır. Görevini yapmakla, barter pazarında ticaretin kural ve esaslarını koyma hakkı bulunur. Barter şirketi yetkilerini, barter pazarının daha iyi faaliyet göstermesi için kullanır. Barter şirketi, barter pazarındaki faaliyetler için üye firmalardan yıllık aidat alır. Firmalar arasında gerçekleşen işlemlerden de komisyon alır. Barter şirketi faaliyetleri için maddi kazanç elde eder.[5]

Günümüz ekonomilerinde büyük bir hızla artan mamul ve hizmet çeşitlerini uygun şartlarla karşılayabilme imkânı, bilgisayar teknolojisinin gelişmesiyle mümkün hale gelmiştir. İki istasyonlu barter uygulamalarında karşılaşılan zorluklar, çok istasyonlu uygulamalarıyla aşılmaya çalışılmaktadır.[6]

Çok istasyonlu sistemde barter organizasyonu, bir mal ya da hizmet havuzu oluşturmakta ve üyeler bu havuza borçlanmak suretiyle mal ya da hizmet almakta, borçlarını da kendi mal ya da hizmetlerini bu havuza sunarak ödemektedirler. Çok istasyonlu sistemin avantajı, işletmelerin birbirinden alım yapmaları ancak sisteme borçlanmalarından ileri gelmektedir. Böylece satan tarafın alacağı garanti altına alınmakta ve iki istasyonlu sistemde (takas) olduğu gibi, arz eden taraf mal sattığı işletmenin malını almak zorunda kalmadan ihtiyacı olan malın tedarikini sistem içinden karşılamaktadır.[7]

2.2. Barter ve Counter Trade (Karşılıklı Ticaret) İlişkisi

'Counter trade' ya da diğer bir deyişle karşılıklı ticaret, özellikle 1945'lerden sonra dünya ticaretinde önemli bir yere sahip olmayı başarmış bir ticaret sistemidir. Eski Doğu Bloğu ülkelerinin önderliğinde gelişme göstermiş ve zamanla tercih edilen bir finansman tekniği olmuştur.[8]

Ülkeden ülkeye mal mübadelesindeki anlatım biçimlerinde counter trade sözcüğü kullanılmaktadır. Counter trade; tümü nakit kullanılarak gerçekleştirilmeyen bir uluslararası satış şeklidir. Ticareti yapılan mallara, malla yapılan ödemenin organına, ödeme zamanına ve işlemlerde yer alan tarafların sayısına bağlı olarak kullanılan genel bir tanımdır.[9]

Barter ise, counter trade'in beş değişik türünden biri ya da diğer bir deyişle alt başlıklarından biridir. Barter'da counter trade'den farklı olarak tek bir sözleşme vardır. Diğer counter trade türleri aşağıdaki gibidir.[10]

a) Buyback
b) Compensation
c) Counter purchase
d) Switch

A. Buyback (Geri Alım): Sermaye donanımlarının ve teknik bilgilerin (know-how), bunların kullanılması sonucunda üretilecek olan malların indirimli fiyattan geri alınması karşılığında satılmasıyla oluşan sisteme verilen addır.

B. Compensation (Dengeleme): İhracatçının, ihraç ettiği malın bedelinin bir kısmını mal olarak almayı kabul

Barter'ı takastan ayıran şey nedir?

Barter takastan daha ötede bir sistemdir. Takas; iki kişinin aynı değerdeki mallarını değiş-tokuş etmesidir. Burada önemli unsur, -buğday ve petrolün değiş-tokuş edildiğini varsayarsak- her iki tarafın da söz konusu ürünlere ihtiyacı olmasıdır. Aksi durumda ya da malların değeri aynı değilse takas ölür, gerçekleşmez. Barter ise yukarıda da açıklandığı üzere daha geniş bir kavram ya da değiş-tokuşun sistemleştirilmiş şeklidir. Barter; işletmelerin ihtiyacı olan malları (toplu iğneden bilgisayara, tatil ihtiyacından otomobile kadar) para ödemeden ve hiçbir şekilde nakit akışını bozmadan alabilmeleri, bunun karşılığında da atıl olarak duran mal ve hizmetleri yine para almadan ihtiyaçların finanse etmeleridir. Barter, takastan farklı olarak, iki firmanın karşılıklı olarak malların değiş tokuş etmesi değildir. Barter sistemine dahil bir işletme, aynı sisteme dahil pek çok işletme arasından ihtiyacını karşılayabileceği işletmeyi seçer ve onunla değiş tokuşu gerçekleştirir.

5- *http://www.netbarter.com.tr*
6- *Aykutlu, Ercan; Ak, Bülent; "Barter Ticaret Uygulaması",* Finans Dünyası, *Kasım 1999, s. 76.*
7- *Agm., s. 76.*
8- *"Counter Trade (Karşılıklı Ticaret)",* Birlik *dergisi, Nisan 1996, Sayı: 13, s. 21.*
9- *Apak, Sudi; "Countertrade ve Barter",* Dünya *gazetesi, 15 Temmuz 1995, s. 8.*
10- *Agm., s. 8.*

Barter sistemi nasıl işler?

Barter firması, barter sistemini organize eden ve işleten kurumdur. Üyelerin barter sisteminden yararlanma şekil ve esaslarını belirler. Üyelerin cari hesaplarını tutar. Üyeler arasında bilgi akışını sağlayacak iletişim sistemini oluşturur. Diğer bir değişle, mal ve hizmetlerin alıcı ve satıcılarını karşılaştırır. Barter firmaları gelirlerini genellikle, yapılan işlemlerin tutarı üzerinden hesaplanan komisyon üzerinden elde etmekte ve ayrıca üyelerinden sisteme giriş ücreti ile aylık ve yıllık aidat talep edebilmektedirler.

Üye, barter sistemine dahil olmayı kabul eden ve bu kabul beyanını yazılı olarak barter firmasına sözleşmeyle bildiren işletmedir. Üye firmalar, mal arz ve taleplerini barter firmasına bildirmek zorundadırlar. Barter firmaları da internet yoluyla talebi ya da arzı, diğer firmalara bildirir. Bu sayede firmaların, oluşturmuş olduğu arz ve talep bilgi bankası meydana gelmektedir. Sisteme üye olan her firma, kullanıcı adı ve parola yoluyla internet üzerinden diğer firmaların arz ve taleplerine ulaşabilmektedir. Üyelik, barter pazarındaki arz ve talep bilgileri doğrultusunda, barter firması tarafından planlanır. Barter firması; bu plana uygun olarak üye kayıtlarını sektörlere ve bölgelere göre sınırlandırır.



etmesine dayanan bir sistemdir. Bir diğer deyişle yarı barter bir işlemdir. Zaman zaman 'off-set' ile eş anlamlı bir terim olarak kullanılmaktadır.

C. Counter Purchase (Karşı Alım): Farklı malların karşılıklı olarak satın alınmasıdır. Burada 'X' malı için nakit ödeme ve satıcının da 'X' malına sattığı alıcıdan eş anlamlı olarak 'Y' malını satın alması söz konusudur. Alım ve satım işlemleri için birbirinden tümüyle bağımsız iki ayrı sözleşme mevcuttur. Fiyatlama ise parasal olarak yapılmaktadır. Counter purchase iki istasyonlu barter sistemidir. Counter purchase genellikle teknoloji karşılığı mal alımı olarak düşünülebilir. Örneğin; eski Yugoslavya'nın Mc Donnell Douglas firmasından DC-9 jetlerini, bu firmanın kendisinden el aletleri, domuz eti ve diğer yerel malları, uçakların bedeline ulaşıncaya kadar satın alması, counter purchase işlemine ait en çarpıcı örneklerden biridir.

Counter purchase, zaman zaman 'Off-Set' ile eş anlamlı bir terim olarak kullanılmaktadır. Bu sistemde her iki taraf da alım ve satım işlemleri için tümüyle bağımsız sözleşme yapmaktadırlar. Off-Set Anlaşma ise; para ya da başka bir değişim aracı kullanılmaksızın malların, değişik mallarla ya tamamen ya da belli bir oranda mübadele şeklidir. Bir başka değişle, bir mal ithalatının aynı değerde ihraç imkânına sahip mallarla (fiyat, kalite, pazarlama, miktar kısıtlamaları gibi ekonomik olgular, dış ticaret açısından dengeli bir şekilde değerlendirilerek) karşılanmasını sağladığı ticaret şekline verilen addır.[11] Off-Set anlaşmalar; sadece iki taraf arasında mala karşı mal alımı söz konusu olduğundan iki istasyonlu barter işlemidir. Off-Set ticaret, savunma sanayi, fason olarak yaptırılan işlerde ve özellikle Güney Amerika ülkelerinin bazılarında, önemli mal gruplarında örneğin tütünde oldukça yaygın bir pazarlama şekli olmuştur. Genel olarak az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde bu tür ticarete zaman zaman başvurulmaktadır.

Off-Set ticaretin amacı aşağıdaki gibidir:

1. Dış ödeme ya da kredi açığında ithalatı finanse etmesi,
2. Yeni ihracat potansiyeli yaratması ya da geliştirilmesi,
3. İkili ticareti dengelemek üzere politik hareket tarzlarının düşünülmesi,
4. Teknoloji gelişimi ya da stratejik mal taleplerinde dışa olan bağımlılığın azaltılması.

11- Agm., s. 8.

D. Switch (Üçlü Ticaret): İkili Clearing anlaşmalarına, bir üçüncü tarafın katılmasıyla oluşan ticaret şekline verilen addır. Fonlarını kullanmak isteyen bir ülke, ikili clearing anlaşması çerçevesinde, iki ülkeden birinin yükümlülüklerini komisyon karşılığında üstlenmektedir.

Barter ise; counter trade'in en yalın şeklidir.

3. BARTER SİSTEMİ

3.1. Barter Sisteminde Taraflar

Barter Firması: Barter sistemini organize eden ve işleten kurumdur. Üyelerin barter sisteminden yararlanma şekil ve esaslarını belirler. Üyelerin cari hesaplarını tutar. Üyeler arasında bilgi akışını sağlayacak iletişim sistemini oluşturur. Diğer bir değişle, mal ve hizmetlerin alıcı ve satıcılarını karşılaştırır. Barter firmaları gelirlerini genellikle, yapılan işlemlerin tutarı üzerinden hesaplanan komisyon üzerinden elde etmekte ve ayrıca üyelerinden sisteme giriş ücreti ile aylık ve yıllık aidat talep edebilmektedirler. Barter firmaları değişik örgütlenme modellerinde kurulmuş olabilir. Firmanın merkezi bir yönetim yerinin yanı sıra şube ve bayileri de bulunabilir. Sistemin pazarlanması ve daha çok üye katılımı için franchising anlaşmaları kapsamında çalışan brokerlar da kullanılmaktadır. Barter firmasıyla yapılan sözleşmelerin kapsamına ve faaliyet gösterilen ülkenin kanunlarına göre; barter firmasının üyelerinin taahhüdünü yerine getirmemesi ve barter firmasının, yapılan işlemlerden doğacak sorumluluğu değişiklik gösterebilmektedir.[12]

Üye: Barter sistemine dahil olmayı kabul eden ve bu kabul beyanını yazılı olarak barter firmasına sözleşmeyle bildiren, bu sözleşme uyarınca sistemin getirdiği kurallara uyacağını taahhüt eden ve sisteme dahil olmak için barter firmasının belirlediği giriş ücreti, aylık ve yıllık aidatları zamanında ödeyen herhangi bir işletmedir. Üyeler bazen belirli bir süre için sisteme dahil olmakta, bazen ise yalnızca bir işlem için üye olabilmektedirler.

Üye firmalar, mal arz ve taleplerini barter firmasına bildirmek zorundadırlar. Barter firmaları da internet yoluyla talebi ya da arzı, diğer firmalara bildirir. Bu sayede firmaların, oluşturmuş olduğu arz ve talep bilgi bankası meydana gelmektedir. Sisteme üye olan her firma, kullanıcı adı ve parola yoluyla internet üzerinden diğer firmaların arz ve taleplerine ulaşabilmektedir.[13]

12- Agm., s. 8.
13- Agm., s. 8.

Barter'ı Counter trade'den ayıran şey nedir?

Counter trade; tümü nakit kullanılarak gerçekleştirilmeyen bir uluslararası satış şeklidir. Ticareti yapılan mallara, malla yapılan ödemenin organına, ödeme zamanına ve işlemlerde yer alan tarafların sayısına bağlı olarak kullanılan genel bir tanımdır. Barter ise, Counter trade'in beş değişik türünden biri ya da alt başlıklarından biridir. Barter'da Counter trade'den farklı olarak tek bir sözleşme vardır.

Üyelik, barter pazarındaki arz ve talep bilgileri doğrultusunda, barter firması tarafından planlanır. Barter firması; bu plana uygun olarak üye kayıtlarını sektörlere ve bölgelere göre sınırlandırır.

Üyelerden gelen taleplerin birikmesiyle ortaya çıkan bilgi bankası yoluyla, piyasa yeni bir mamul çıkarmayı planlayan üye firma;[14]

- Bu mamulle ilgili bir talep olup olmadığı,
- Talebin kimden geldiği,
- Bu talebe karşılık kimlerin arz bildirdiği,
- Satışın kaça yapıldığı,
- Barter oranı,
- Tekrar satış yapılıp yapılmadığı,
- Talebin sürekliliği, azalıp artışı,
- Renk, model, marka gibi değişikliklerin yoğunluğunu öğrenmektedir.

3.2. Barter Sisteminin Avantaj ve Dezavantajları

3.2.1. Barter Sisteminin Avantajları

1. Firmaların Atıl Kapasitelerini Harekete Geçirir: Bir firma elinde stoku bulunduğu durumda üç şekilde hareket eder:[15]

a) Peşin fiyatına vadeli satış yapmak: Bu durumda firma, elinde bulundurduğu malı değerinin altında satmış olmaktadır.

14- Gürsoy, Cemal; Barter El Kitabı, *İstanbul, 1998, s. 10-11.*
15- Agm., s. 8.

Counter trade türleri nelerdir?

Countertrade türleri (sözleşmeleri) şunlardır;

1) Buyback (Geri alım): **Sermaye donanımlarının ve teknik bilgilerin (know-how), bunların kullanılması sonucunda üretilecek olan malların indirimli fiyattan geri alınması karşılığında satılmasıyla oluşan sisteme verilen addır.**

2) Compensation (Dengeleme): **İhracatçının, ihraç ettiği malın bedelinin bir kısmını mal olarak almayı kabul etmesine dayanan bir sistemdir.**

3) Counter purchase (Karşı alım): **Farklı malların karşılıklı olarak satın alınmasıdır. Burada 'X' malı için nakit ödeme ve satıcının da 'X' malına sattığı alıcıdan eş anlamlı olarak 'Y' malını satın alması söz konusudur.**

4) Switch (Üçlü ticaret): **İkili clearing anlaşmalarına, bir üçüncü tarafın katılmasıyla oluşan ticaret şekline verilen addır. Fonlarını kullanmak isteyen bir ülke, ikili clearing anlaşması çerçevesinde, iki ülkeden birinin yükümlülüklerini komisyon karşılığında üstlenmektedir.**

b) Spot piyasada satış yapmak: İşletme stokunu harekete geçirmek için mallarını spot piyasada satabilir. Bu strateji ile amaçlanan, eldeki stokların nakit dönüşünü hızlı bir biçimde sağlamaktır. Bu durumda da mallar değerinin altında satılır.
c) Mamul uygunsa geri dönüşüm yapmak: Bu strateji ile amaçlanan, ilk madde ve malzeme giderlerinin azaltılmasıdır. Böylece maliyetler düşürülerek, satış fiyatında esneklik sağlamaya çalışılır.

Oysa barter sistemi, sistemi kullanan firmaya para vermeden mal alımı sağladığı için eldeki atıl kapasitenin araştırılmasına ve bunların değerlendirilmesine olanak tanımaktadır. Burada atıl kapasiteden kasıt aşağıdaki gibidir;[16]

- Satışı artırılmak istenen bir üretim birimi olabilir,
- Firmanın pazarladığı mal ya da hizmetlerin zor giden modeli (cins ya da renkle ilgili de) olabilir,
- Firmanın pazarladığı mal ya da hizmetlerin iç ya da dış piyasada hangi sektörlerde zor satıldığı da halledilmesi gereken bir problem olabilir,
- Dış pazar arayışlarında temsilcinin olmadığı ülkeler hedeflenmiş olabilir,

2. Firma Likiditesini Garanti Altına Alır: Firma, satın almak istediği her şeyi, para ödemeden ve nakit akışını bozmadan alabilir. Böylece, satın aldığı mal ve hizmet bedelini kendi mal ve hizmetleriyle ödeyerek borcunu dengeler. Bu sayede normal şartlarda nakit para vererek yapılacak her türlü harcama işletmenin kasasında kalmış olur.[17]

Barter sistemi ile mal ya da hizmet satın alan firma, satın aldığı mal ya da hizmetin bedelini barter sistemine USD, DM ya da EURO karşılığında borçlanmaktadır. Borcunu altı ya da dokuz aylık sürede mal ya da hizmeti ile ödemektedir. Mal ya da hizmet ihtiyacını karşılamakta firmalar aşağıdaki modellerde finans kaynakları kullanmaktadırlar.

- Özkaynak
- Yabancı Kaynak

Özkaynak ile finansman, satın alınan mal ya da hizmetin bedelinin sahip olunan hazır değerlerden ödenen modeli tanımlamaktadır. Hem peşin, hem de vadeli satın alımlarda kullanılabilir. İhtiyaçların karşılanmasında özkaynakların kullanılması, harcama yapılan değerin alternatif getirisinden yoksun kalmak demektir. Daha açık bir ifade ile, bir birim para kazandıracağı değerin kaybedilmesi demektir.

Hem özkaynak kullanıldığı durumda hem de yabancı kaynak kullanıldığı durumda yabancı para ile borçlanmak –devalüasyon oranının faiz oranından düşük seyrettiği dönemde– diğer finansman modellerinden ucuz ve uygundur.

Barter sistemi ile mal ya da hizmet satın alan firma, satın aldığı mal ya da hizmetin bedelini barter sistemine USD, DM ya da EURO karşılığında borçlanmaktadır. Borcunu altı ya da dokuz aylık sürede mal ya da hizmeti ile ödemektedir. Mal ya da hizmet ihtiyacını karşılamakta firmalar aşağıdaki modellerde finans kaynakları kullanmaktadırlar.

16- *http://www.egbartering.com*

17- *Agm., s. 8.*

Sisteme dahil firma, ihtiyaçlarını barter sistemi ile karşıladığı oranda nakit tasarrufu sağlayacaktır. İhtiyaç olarak ortaya çıkmış, karşılanması zorunlu mal ya da hizmetlerin, barter sisteminden karşılanması, mal ya da hizmetin bedeli kadar nakdin kasada kalması demektir. Barter sisteminin karşılayamadığı ihtiyaç için firmanın sıkıntıya girmesi söz konusu değildir. Çünkü planlanmış ve ödenek bir ihtiyaç zaten piyasadan satın alınacaktır. Oysa barter sisteminin karşıladığı her mal ya da her hizmet talebi, önceden planlanmamış bir tasarruf sağlayacaktır. Barter sisteminden mal ya da hizmet satın alan firma, borcunu mal ya da hizmet satımı ile yapmasa dahi borcunu altı ya da dokuz ay sonunda nakit olarak ödediği için sistem, bu şekilde alışveriş yapan üyeyi de memnun etmektedir.

3. Faizsiz Mal Kredisi İmkânı: Barter sistemi finansman avantajı sağlamaktadır. Alınan mal ve hizmetlerin karşılığının aynı anda verilmek zorunda olmaması, faiz ödenmediği için, barter sistemini diğer finansman tekniklerine oranla daha cazip hale getirmektedir.

4. Pazarlamada Rekabet Avantajı: Atıl kapasitenin kullanımıyla üretim fazlası mal ve hizmetler satılabilmektedir. Böylece barter pazarlama sorununu ortadan kaldırmaktadır. Barter yoluyla bir mal ya da hizmet satın alındığında buna karşılık gösterilen mal ve hizmet satılamaması az bir ihtimaldir. Üye firma sayısı arttıkça, sistem derinleştikçe bu daha da kolay bir hal almaktadır. Sisteme satılan mal ya da hizmetler atıl kapasiteden karşılandığı için, hem satılamayan mal ya da hizmetler alıcı bulmuş olur, hem de ihtiyaç duyulan mallar nakit ödemeden elde edilmektedir.

5. Yeni Müşteriler ve Kâr Artırımı: Firmanın mevcut müşterilerine ek olarak, sisteme üye olanlar da gelecekteki potansiyel müşteriler olmaktadır. Bu şirketlerle mutlak suretle barter yapmak gerekmemektedir. İlişkiler geliştikçe, klasik anlamda nakit para ile ticaret imkânları artmaktadır. Barter sistemi içinde yapılan her satın alma bu yönden yaklaşıldığında yeni müşteri, buna bağlı olarak ciro da bir artış ve karda bir yükselme anlamına gelmektedir.

6. Vadeli Alacaklar Nakde Dönüştürülür: Barter yoluyla alacaklar nakde dönüşmektedir. Örneğin ‘A’ firmasının, bizim firmamız ‘B’ ye altı ay sonra ödeyeceği bir çeki olsun. Bu arada bizim bazı mal ya da hizmete ihtiyacımız ortaya çıksın. Barter sisteminden alış yaparak ‘A’ firmasından olan bu alacağı hemen anında silebiliriz. Çünkü borçlu olan ‘A’ firması bu borcunu, sisteme mal ya da hizmet sunarak ödemektedir. Bu sayede vade ortadan kalkmış olmaktadır.

Off-Set ticaret ne demektir?

Counter purchase, zaman zaman ‘Off-Set’ ile eş anlamlı bir terim olarak kullanılmaktadır. Bu sistemde her iki taraf da alım ve satım işlemleri için tümüyle bağımsız sözleşme yapmaktadırlar. Off-Set anlaşmalar; sadece iki taraf arasında mala karşı mal alımı söz konusu olduğundan iki istasyonlu barter işlemidir. Savunma sanayi, fason olarak yaptırılan işlerde ve özellikle Güney Amerika ülkelerinin bazılarında, önemli mal gruplarında, örneğin, tütünde oldukça yaygın bir pazarlama şekli olmuştur. Off-Set ticaret, firmalara şu imkânları sağlamaktadır:

1) Dış ödeme ya da kredi açığında ithalatı finanse etmesi,

2) Yeni ihracat potansiyeli yaratması ya da geliştirilmesi,

3) İkili ticareti dengelemek üzere politik hareket tarzlarının düşünülmesi,

4) Teknoloji gelişimi ya da stratejik mal taleplerinde dışa olan bağımlılığın azaltılması.

7. Enflasyona Karşı Korunmak: Barter sisteminde alacaklar ve borçlar, çekin gönderildiği gün sistemde kullanılan yabancı paraya çevrildiği için alış veriş yapan üyeleri devalüasyon ve enflasyona karşı korumaktadır.

8. Tahsilat Riskini Sıfırlamak: Barter sisteminde her alışveriş öncesi alıcı firmanın bakiyesi kontrol edilerek, satıcıya bir provizyon çıkarılıp numara verilmektedir. Buna satış izni (onay) denilmektedir. Bu satıştan sonra mal ya da satın alan firma iflas etse dahi, sistem havuz mantığı ile işlediği için mal satan (alacaklı) iflas eden firmadan değil, sistemden alacaklı olmaktadır. Böylece sistemin işleyişi alacaklıyı sürekli korumaktadır.

Sisteme dahil firma, ihtiyaçlarını barter sistemi ile karşıladığı oranda nakit tasarrufu sağlayacaktır. İhtiyaç olarak ortaya çıkmış, karşılanması zorunlu mal ya da hizmetlerin, barter sisteminden karşılanması, mal ya da hizmetin bedeli kadar nakdin kasada kalması demektir.

Çetin Ali Dönmez

VOB
Genel Müdürü

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası



Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası olarak temel hedefimiz, ülkemiz ekonomisinin tüm şirketlerini, sanayicilerimizi, işadamlarımızı, finansal risklerin nasıl daha etkin yönetilebileceği konusunda bilgilendirmek ve onlara mümkün olduğu kadar geniş perspektifte farklı finansal araçları sunmaktır. Çünkü etkin risk yönetiminin şirketlerimizin uluslararası alanda rekabet gücünü arttırmanın önemli bir unsuru olduğunu düşünüyorum.

Finansal riskler ve özellikle bu yazının temel konusu olan kur riski, şirketlerin bilançosunu, nakit akımını, kârlılığını önemli ölçüde etkileyebilir, sonuçları son derece ağır olabilir. Dolayısıyla mümkün olduğu kadar anlaşılabilir bir dille ve okuyucuyu sıkmadan Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nı, işlem gören finansal enstrümanları ve bunların kullanımını anlatmaya çalışacağım. Ancak borsamızı anlatmadan önce borsa kavramını genel olarak biraz irdelemekte fayda görüyorum.

Borsaları, alıcı ve satıcıların buluştuğu pazarları içeren ve çağdaş anlamda, fiziki mekândan bağımsız olarak çalışabilen organizasyonlar olarak tanımlayabiliriz. En karmaşığından en basitine kadar tüm borsaların temelinde, alınıp satılan her türlü mal, menkul kıymet ve hatta hizmetin fiyatının piyasada oluşan arz talep dengesi doğrultusunda belirlenmesi kriteri yatar.

Borsanın İşlevi Nedir?

Borsaları, alıcı ve satıcıların buluştuğu pazarları içeren ve çağdaş anlamda, fiziki mekândan bağımsız olarak çalışabilen organizasyonlar olarak tanımlayabiliriz. En karmaşığından en basitine kadar tüm borsaların temelinde, alınıp satılan her türlü mal, menkul kıymet ve hatta hizmetin fiyatının piyasada oluşan arz talep dengesi doğrultusunda belirlenmesi kriteri

yatar. Borsaların temel hedefi ve görevi arz ve talebi adil ve şeffaf bir şekilde fiyatlara yansıtabilmek, olası piyasa bozucu hareketleri önlemek, piyasa katılımcılarına, karşılıklı güven duygusuna zarar veren her tür iş ve işlemi cezalandırmak veya cezalandırılmasını sağlamaktır. Merkezi bir piyasada işlem görmeyen bir mal, kıymet ya da hizmeti talep eden bir yatırımcı, bu malı, kıymeti ya da hizmetleri sunanları tek tek arayıp bulmak ve fiyat sormak durumundadır. Bu da gerek satıcıların, gerekse alıcıların tüm piyasadaki arz ve talep konusunda bilgi eksikliğinden dolayı fiyatların etkin oluşmamasına, likidite problemlerine ve işlemler arasında fiyat farklarının artmasına neden olur.

Dolayısıyla borsaların işlevi son derece önemli ve hayatidir. Borsalarda, gelişen teknoloji sayesinde fiziken bir araya gelinmesi gerekmese bile, alıcı ve satıcılar iletişim araçlarını kullanmak suretiyle biraraya gelmektedir. Bir malın fiyatını en temel olarak, o malın piyasada satışa sunulan toplam miktarı (arz) ve o mala olan talep belirler. Fiyatlar, piyasada arz fazlası olduğunda düşerken, talep fazlası olduğunda artar. Bu işleyiş şekli en gelişmiş borsalar da dahil olmak üzere tüm borsalar ve pazarlar için geçerlidir.

Vadeli İşlem Sözleşmesi Nedir, İşlemler Nasıl Gerçekleşir?

Vadeli işlem sözleşmesi işleme taraf kişi ve/veya kurumları standartları önceden belirlenmiş ve ilan edilmiş döviz, mal ve benzeri bir ürünü, finansal gösterge veya kıymeti, belirlenen sözleşme büyüklüğü veya katları kadar, önceden belirlenmiş ve piyasaya ilan edilmiş vadelerde almak veya satmak konusundaki yükümlü hale getiren sözleşmedir. Bu sözleşmeler ingilizce literatürde “futures” sözleşmeler olarak adlandırılmaktadır.

Dünyadaki genel uygulamada, vadeli işlem sözleşmesine alıcı ve satıcı taraflar belirlenen takas merkezine teminat yatırır. Buna “başlangıç teminatı” denir. Pozisyon alındıktan



sonra, piyasadaki fiyat değişimleri dolayısıyla tarafların elde ettikleri kâr ve zarar tutarları ilgili hesaplara günlük olarak yansıtılır, taraflardan herhangi birinin teminatının belli bir seviyeye (sürdürme teminatı) kadar azalmasına izin verilir, teminat hesabı bu seviyeye geldiği takdirde teminatın başlangıç teminatı seviyesine tamamlanmasını istenir. Bu yöntem sayesinde takas merkezi alıcıya karşı satıcı, satıcıya karşı alıcı konumuna geçer ve taraflar birbirinin kredibilitesini hesaplamak zorunda kalmaz. Vadeli işlem sözleşmeleri vade sonunda fiziki teslimat veya nakit uzlaşma ile sonuçlanır.

Forward sözleşmeler ise farklı ihtiyaçlara göre taraflar arasında karşılıklı belirlenen şartlara göre yapılan ve dolayısıyla tezgâh üstü niteliği taşıyan sözleşmelerdir. Bu sözleşmelerde teminat tutarları ve teminatın yatırılıp yatırılmayacağı gibi hususlar taraflar arasında belirlenir. Piyasadaki fiyatlara göre ayarlamalar düzenli olarak yapılmayabilir, tarafların karşılıklı kredi ilişkisi çerçevesinde işlemler yürür. Ancak uygulamada esneklik sağlamasına karşılık finansal sistemin geneli için bu tür serbest teminat uygulamaları sistemik risk

Borsaların temel hedefi ve görevi arz ve talebi adil ve şeffaf bir şekilde fiyatlara yansıtabilmek, olası piyasa bozucu hareketleri önlemek, piyasa katılımcılarına, karşılıklı güven duygusuna zarar veren her tür iş ve işlemi cezalandırmak veya cezalandırılmasını sağlamaktır. Merkezi bir piyasada işlem görmeyen bir mal, kıymet ya da hizmeti talep eden bir yatırımcı, bu malı, kıymeti ya da hizmetleri sunanları tek tek arayıp bulmak ve fiyat sormak durumundadır. Bu da gerek satıcıların, gerekse alıcıların tüm piyasadaki arz ve talep konusunda bilgi eksikliğinden dolayı fiyatların etkin oluşmamasına, likidite problemlerine ve işlemler arasında fiyat farklarının artmasına neden olur. Dolayısıyla borsaların işlevi son derece önemli ve hayatidir.

oluşturduğundan giderek artan ölçüde forward sözleşmeler ve benzeri tezgahüstü türev ürünler merkezi takas kurumlarına yönlendirilmeye başlanmıştır.

Borsalarda Spot İşlem ile Vadeli İşlem Sözleşmesi Takası Nasıl Gerçekleşir?

Spot piyasalarda işlem günü ve takas günü olmak üzere iki önemli parametre vardır. İşlemler gerçekleştikten sonra takas günü alıcı taraf aldığı menkul kıymetin, malın veya dövizin karşılığı olan parayı, satıcı taraf ise sattığı menkul kıymeti, malı veya dövizi Takas Merkezi'ne yatırır. Takas Merkezi alıcı taraftan aldığı nakdi satıcı tarafa, satıcı tarafın teslim ettiği kıymeti ise alıcı tarafa aktarır. Dolayısıyla spot piyasa işlemlerinde Takas Merkezi'nde bir teminat havuzu oluşmaz (Şekil 1).

SPOT PİYASALAR



Şekil 1

Vadeli piyasalarda ise işlemin gerçekleştiği anda, hem alıcı hem de satıcı aldıkları pozisyonun değerinin belirli bir yüzdesi kadar teminatı Takas Merkezi'ne yatırırlar. Söz konusu işlem Şekil 2'de gösterilmiştir.

VADELİ PİYASALAR



Şekil 2

Bu teminat tutarının hesaplamasında temel alınan gösterge vadeli işleme konu olan malın dövizin veya kıymetin fiyat oynaklığıdır.

Vadeli piyasalarda başlangıçta her iki taraftan da alınan teminatlar Takas Merkezi'nde toplanarak bir teminat havuzu oluşturulur. Bu teminat havuzu sayesinde piyasada pozisyonu olan yatırımcıların zarar etmeleri durumunda sisteme zarar vermeleri engellenmiş olur. Bir yatırımcı zarar eder ve bu zarar karşılığı istenen tutarı yatırmazsa teminatına başvurulur ve pozisyonu piyasada likide edilir. Vade sonunda, Takas Merkezi'nde tutulan bloke teminatlar yükümlülüğün yerine getirilmesi şartıyla taraflara iade edilir.

Opsiyon Sözleşmeleri Nedir?

Opsiyon sözleşmesi belirlenen vade tarihinde ve belirlenen fiyattan (kullanım fiyatı) taraflardan alıcı olana belirli miktarda bir malı, dövizi veya kıymeti satın alma veya satma hakkı veren satıcı tarafa ise bu hak alıcı taraf kullanılmak istendiğinde yükümlülük getiren sözleşmedir.

Vadeli işlem sözleşmelerinden farklı olarak bir tarafa hak diğer tarafa da yükümlülük getirildiğinden, opsiyonlar piyasada opsiyon primi üzerinden alınıp satılır. Opsiyon sözleşmelerinde alıcı (hakkı alan) taraf piyasada belirlenen opsiyon primini öder, satıcı taraf ise risk aldığı için primi alır, ancak işlemin borsalarda yapılması halinde teminat yatırmakla yükümlü olur. Opsiyon sözleşmeleri borsalarda yapılabildiği gibi borsa dışı piyasalarda, tarafların karşılıklı anlaşması ile tezgâhüstü piyasalarda da alınıp satılabilir, ancak bu durumda satan tarafın riskini alan taraf üstlenmiş olur. Özellikle son yıllarda yaşanan ve büyük finansal kurumları da etkileyen finansal riskler nedeniyle tezgahüstü opsiyon işlemleri de mümkün olduğunca borsalara kaydırılmaya çalışılmakta ve merkezi takas kurumlarının taraflar arasında yer alması teşvik edilmekte hatta mecbur tutulmaktadır.

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nda bu yazının yayımlandığı tarih itibarıyla sadece vadeli işlem sözleşmeleri işlem görmekle beraber opsiyon sözleşmelerinin de işleme açılması planlanmaktadır. Bu nedenle bu yazıda opsiyonların basitçe anlaşılmasını sağlamak amacıyla bir opsiyon sözleşmesi örneği de verilecektir.

Vadeli işlem sözleşmelerinden farklı olarak bir tarafa hak diğer tarafa da yükümlülük getirildiğinden, opsiyonlar piyasada opsiyon primi üzerinden alınıp satılır. Opsiyon sözleşmelerinde alıcı (hakkı alan) taraf piyasada belirlenen opsiyon primini öder, satıcı taraf ise risk aldığı için primi alır, ancak işlemin borsalarda yapılması halinde teminat yatırmakla yükümlü olur. Opsiyon sözleşmeleri borsalarda yapılabildiği gibi borsa dışı piyasalarda, tarafların karşılıklı anlaşması ile tezgâhüstü piyasalarda da alınıp satılabilir, ancak bu durumda satan tarafın riskini alan taraf üstlenmiş olur.

Kur Riski Yönetiminde Vadeli İşlem ve Opsiyon Sözleşmelerinin Kullanım Örnekleri

İhracatla uğraşan bir şirketin bilançosunun aşağıdaki gibi olduğunu varsayalım. Şirketin alacağı dolar cinsinden, borçları ise TL cinsinde olsun. Spot döviz kurunun da 1 USD = 1.80 TL şeklinde olduğunu varsayalım.

Aktif (000 TL)	Pasif (000 TL)
Alacaklar 180.000	Borçlar 200.000
Duran Varlıklar 100.000	Özsermaye 80.000

Şirketin alacağının vadesine 3 ay süre olduğunu düşünelim.

Dolar kuru aynı kalırsa şirketin bilançosu büyük ölçüde değişmeyecektir. Ancak dolar Türk Lirasına karşı değer kazanır veya kaybederse şirketin bilançosu bundan etkilenecektir. Örneğin üç ay sonra doların değer kazandığını ve 1 USD = 2 TL olduğunu varsayalım. Şirketin bilançosu aşağıdaki gibi değişir. Şirket aşağıdaki tablodan da görüleceği üzere bu durumda kur farkından 20 milyon TL kâr yazmıştır.

Aktif (000 TL)	Pasif (000 TL)
Alacaklar 200.000	Borçlar 200.000
Duran Varlıklar 100.000	Özsermaye 80.000
	Kur farkı kârı 20.000

Ancak madalyonun diğer yüzünü de unutmamak gerekir. Örneğimizdeki şirket TL'nin değer kaybetmesinden olumlu etkilenmiştir. Ancak TL değer kazansa ve 1 USD = 1.60 TL olsa bu defa şirket aşağıdaki tablodan da görüleceği üzere 20 milyon TL kur zararı yazacaktır.

Aktif (000 TL)	Pasif (000 TL)
Alacaklar 160.000	Borçlar 200.000
Duran Varlıklar 100.000	Özsermaye 80.000
	Kur farkı zararı -20.000

Dolayısıyla ihracatçı şirket kur riskine maruzdur. Şirket Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nda 100 milyon Dolar tutarında vadeli işlem sözleşmesi satmış olsaydı doların değer kazanması veya kaybetmesi durumunda karşılaşacağı risk-

Ülkemizde şirketleri genelde kur riski yönetmekten alıkoyan unsur maalesef piyasanın hep kendi pozisyonları lehine gelişmesi yönünde beklentilerinin baskın çıkmasıdır. Örneğimizdeki ihracatçı şirket vadeli döviz satışı yapsa ancak TL değer kaybetse, "Keşke satmasaydık ne güzel kur yükselişinde kâr ederdik" diyecektir.

ten korunmuş olacaktı. Diğer bir ifadeyle şirket açısından Dolar/TL kuru sabitlenmiş olacaktı.

Ülkemizde şirketleri genelde kur riski yönetmekten alıkoyan unsur maalesef piyasanın hep kendi pozisyonları lehine gelişmesi yönünde beklentilerinin baskın çıkmasıdır. Örneğimizdeki ihracatçı şirket vadeli döviz satışı yapsa ancak TL değer kaybetse, "Keşke satmasaydık ne güzel kur yükselişinde kâr ederdik" diyecektir. Oysa hep anlattığımız şey şirketlerin kur riski taşımamalarıdır. Kur yükseldiğinde kâr eden ihracatçı şirket TL değer kazandığında yapacağı zarar dolayısıyla belki ödeme sıkıntısına düşecek hatta iflas riski ile bile karşılaşabilecektir. Bize göre böyle bir risk taşınmaya değer bir risk değildir.

Yine de ülkemizdeki şirket sahiplerinin ve yöneticilerinin bu tür risk algılaması dikkate alınarak opsiyon sözleşmelerinin işleme açılması yönünde çalışmalarımız hızlandırılmıştır. VOB'da opsiyon sözleşmelerinin işleme açılması ile birlikte yukarıdaki örnekte ele alınan şirket doları vadeli işlem sözleşmesi ile satmak yerine 1.80 TL kullanım fiyatından dolar satma hakkı satın alma imkanına sahip olacak ve buna karşılık da prim ödeyecektir. Örneğimizdeki şirketin 100 milyon doları 1.80 TL kullanım fiyatından 3 ay sonra satma hakkını 3 milyon TL opsiyon primi ödeyerek satın aldığını varsayarsak şirketin bilançosu aşağıdaki gibi şekillenecektir.

Üç ay sonra 1 USD = 2 TL olması halinde şirket almış olduğu 1.80 TL'den dolar satma hakkını kullanmayacak (doları 1 USD = 2 TL kur üzerinden satacak) ve bilançosu aşağıdaki gibi oluşacaktır.

Aktif (000 TL)	Pasif (000 TL)
Alacaklar 200.000	Borçlar 200.000
Duran Varlıklar 100.000	Özsermaye 80.000
Opsiyon Primi -3.000	Kur farkı kârı 17.000

Üç ay sonra 1 USD = 1.60 TL olması halinde ise şirket 1.80 TL üzerinde satma hakkını kullanacak ve bilançosu aşağıdaki gibi olacaktır.

Aktif (000 TL)	Pasif (000 TL)
Alacaklar 180.000	Borçlar 200.000
Duran Varlıklar 100.000	Özsermaye 80.000
Opsiyon Primi -3.000	Opsiyon Primi zararı -3.000

Şirket sadece 3 milyon TL opsiyon primi ödemeye razı olarak doların değer kaybına karşı kendini korumuş doların değer kazanması halinde de elde edeceği kur farkı kârından büyük ölçüde vazgeçmemiştir.

SONUÇ

Vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri son derece önemli risk yönetim enstrümanlarıdır. Bu yazımda örneklediğim bilanço etkisi dışında kur riskinden kaynaklanan aksi durumlarda gelir tablosunun, nakit akım tablosunun nasıl olumsuz etkilenebileceği, bütçe hedeflerinin ne derece şaşabileceği dikkatle gözönünde bulundurulmalıdır. Bu yazıyı okuyan değerli işadamlarımıza ve sanayicilerimize bir defa daha bu konuyu düşünmelerini, türev piyasaları iyi tanıyan, bilen piyasa profesyönelleri ile çalışmalarını tavsiye ediyorum. 2012 yılı bütçelerinizi yaparken dolar kurunu veya euro kurunu ne varsaydıysanız unutmayın bu varsayımınız sadece ortalama beklentidir. Kurun bu beklentinin altında gerçekleşmesi ile üstünde gerçekleşmesi ihtimali yaklaşık aynıdır, yani % 50 / % 50 mertebesindedir. Sizler kur riski taşımakla ne kadar büyük riskler aldığınızın farkındaysanız sözüm yok,

Vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri son derece önemli risk yönetim enstrümanlarıdır. Bu yazımda örneklediğim bilanço etkisi dışında kur riskinden kaynaklanan aksi durumlarda gelir tablosunun, nakit akım tablosunun nasıl olumsuz etkilenebileceği, bütçe hedeflerinin ne derece şaşabileceği dikkatle gözönünde bulundurulmalıdır.

ama detaylı bir analizle bu riski hesapladığınızda muhtemelen korunma enstrümanları üzerine de yoğunlaşacaksınız. Bu nedenle Vadeli İşlem ve Opisyon Borsası'nda size sunduğumuz ve sunmayı planladığımız vadeli işlem ve opisyon sözleşmelerini yakından incelemenizi tavsiye ediyorum. Sizler VOB'daki enstrümanları kullanmak zorunda değilsiniz elbette, ama en azından geleceğe dair fiyat beklentilerini öğrenmenizde VOB'un katkısını göreceksiniz, bankalar ile diğer finansal kuruluşlar ile risk yönetimi amaçlı bir türev işlem yapmanız halinde de en azından VOB'daki fiyatlar sizlere referans olacak. Bu bile tek başına VOB'un ne kadar değerli oduğunu anlatmıyor mu sizce?



Ahmet Cedimağar

İMKB
Hisse Senetleri
Piyasası Müdürü

Varant Pazarı



1. VARANT[1] NEDİR?

Elinde bulunduran kişiye ilgili varlığı önceden belirlenmiş bir fiyattan alma veya satma hakkı veren sermaye piyasası aracıdır.

Varant alan yatırımcı, varsa ödediği bedel karşılığında bir dayanak varlığı değil, o dayanak varlığı alma ya da satma hakkını satın alır.

Varant:

- Opsiyon sözleşmelerinin menkul kıymetleştirilmiş halidir;
• Borsaya kote edilir ve pazar açılır.
• İkinci el piyasada işlem görür.
• Takası diğer menkul kıymetler gibi yapılır.
- Yapılandırılmış ürünler sınıfından bir finansal araçtır.
- İhraççının sermaye temin etmek amacı ile ihraç edeceği bir ürün değildir.

1- Ticaret Hukuku, İcra İflas Hukuku ve Damga Vergisi Hukukunda rehin senedi, umumi mağazaya tevdi edilen mallara ve tahıla ilişkin rehin hakkını gösteren ve bu mallar üzerinde herhangi bir alacaklı yararına bu hakkın yaratılmasını sağlayan senet" olarak tanımlanan varantlar yazının konusu dışında olup, yazıda Sermaye Piyasası Kurulu düzenlemeleri uyarınca İMKB'de işlem gören varantlar ele alınmaktadır.

Varant Nedir?

Elinde bulunduran kişiye ilgili varlığı önceden belirlenmiş bir fiyattan alma veya satma hakkı veren sermaye piyasası aracıdır. Varant, opsiyon sözleşmelerinin menkul kıymetleştirilmiş halidir; Borsaya kote edilir ve pazar açılır, ikinci el piyasada işlem görür, takası diğer menkul kıymetler gibi yapılır. Varant satın alan yatırımcı hisse senedini almış olmaz, hisse senedini alma ya da satma hakkını elde etmiş olur.

Varant ve Opsiyonların Benzer Yönleri Nelerdir?

Varantlar da opsiyonlar gibi yatırımcıya dayanak varlığı satın almadan dayanak varlık üzerinde meydana gelen fiyat hareketlerinden yararlanma imkanı verir. Varantlar ve opsiyonlar, işleme konulana kadar dayanak varlık üzerinde kontrol sağlamazlar. Her ikisi de bir hakkı ifade ederler.

- Tamamen ihraççının sorumluluğu altındadır.
- Yatırımcıya ödediği prim karşılığında bir menkul kıymeti, bir menkul kıymet sepetini ya da bir endeksi, vade sonunda veya vadeden önce, belirlenmiş olan bir fiyat seviyesinden (ihraççıdan) alma ya da (ihraççıya) satma hakkı verir.
- Varantı satın alan yatırımcı yükümlülük değil, hak satın almış durumdadır.

1.1. Varant Ne Sağlamaz?

Varantlar, yatırımcısına hisse senetlerinin sağladığı;

- Kâr Payı Hakkı
- Yeni Pay Alma Hakkı (Rüçhan Hakkı)
- Tasfiye Bakiyesine Katılma Hakkı
- Şirket Yönetimine Katılma Hakkı
- Oy Hakkı ve Bilgi Alma Hakkı

gibi hakları sağlamazlar.

Varant satın alan yatırımcı hisse senedini almış olmaz, hisse senedini alma ya da satma hakkını elde etmiş olur.

1.2. Varant – Opsiyon Karşılaştırması

1.2.1 Benzerlikler

Varantlar da opsiyonlar gibi yatırımcıya dayanak varlığı satın almadan dayanak varlık üzerinde meydana gelen fiyat hareketlerinden yararlanma imkânı verir.

Varantlar, opsiyonlara benzer şekilde sahibine, belirli bir miktarda dayanak varlık ya da göstergeyi, önceden tespit edilmiş bir fiyat üzerinden, vadeye kadar ya da vade tarihinde alma veya satma hakkı veren finansal araçlardır.

Varantlar ve opsiyonlar işleme konulana kadar dayanak varlık üzerinde kontrol sağlamazlar. Her ikisi de bir hakkı ifade ederler.

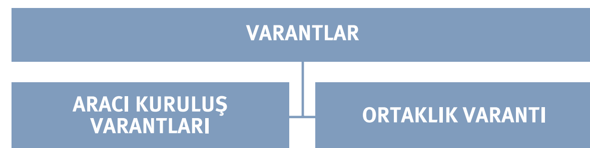
1.2.2. Farklar

- Opsiyonlar sözleşme, varantlar ise menkul kıymettir.
- Opsiyonlar vadeli işlem esasları ile işlem görürken varantlar spot (nakit) esasları ile işlem görür.
- Opsiyonlar, özellikleri işlem gördüğü borsalar tarafından belirlenen standart kontratlardır. Varantların özellikleri ise ihraççı tarafından belirlenir ve opsiyonlara göre daha esnektir (örneğin sabit vadeleri yoktur).
- Opsiyonlarda satış yapan taraf opsiyonun yazıcısı konumundadır. Varantlarda ise her bir varantın tek bir ihraççısı vardır. İhraççı varantlarda kullanılacak olan hakkın tek muhatabı konumundadır.
- Opsiyonlarda teminat ve teminat tamamlama söz konusuyken varantlarda yoktur zira ürünün tüm sorumluluğu ihraççı kuruluştadır. O nedenle varant alım satımında yatırımcı açısından teminat gerektiren herhangi bir durum söz konusu değildir.

ÖZELLİK	OPSİYON	VARANT
Yapısal	Sözleşme	Menkul Kıymet
İşlemsel	Vadeli	Spot
Özellik	Standart	Esnek
Yazan/İhraççı	Yatırımcı	Banka-Aracı Kurum veya İşlem Gören Şirket
Teminat	Var	Yok

1.3. Varant Türleri

Sermaye piyasamızda varantlar iki başlık altında düzenlenmiştir.[2] Bunlardan ilki aracı kurumlar ya da bankalar tarafından ihraç edilen "aracı kuruluş varantı"dır. Diğeri ise İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (İMKB) işlem gören halka açık şirketler tarafından ihraç edilebilen "ortaklık varantı"dır. Ülkemiz sermaye piyasaları düzenlemeleri uyarınca varantlar İMKB'de işlem görürler. Ancak **10 Mart 2012** tarihi itibariyle ihraç edilmiş olan ortaklık varantı bulunmadığından İMKB Hisse Senetleri Piyasası'nda sadece aracı kuruluş varantları işlem görmektedir.



2- Varantlar Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından Seri: III No: 37 sayılı Aracı Kuruluş Varantlarının Kurul Kaydına Alınmasına Ve Alım Satım İşlemlerine İlişkin Esaslar Tebliği ve Seri: III No: 36 sayılı Ortaklık Varantlarının Kurul Kaydına Alınmasına Ve Alım Satım İşlemlerine İlişkin Esaslar Tebliği ile düzenlenmiştir.

Varant ve Opsiyonların Farklı Yönleri Nelerdir?

Opsiyonlar sözleşme, varantlar ise menkul kıymettir. Opsiyonlar vadeli işlem esasları ile işlem görürken, varantlar spot (nakit) esasları ile işlem görür. Opsiyonlar, özellikleri işlem gördüğü borsalar tarafından belirlenen standart kontratlardır. Varantların özellikleri ise ihraççı tarafından belirlenir. Opsiyonlarda satış yapan taraf opsiyonun yazıcısı konumundadır. Varantlarda ise her bir varantın tek bir ihraççısı (muhatabı) vardır. Opsiyonlarda teminat ve teminat tamamlama söz konusuyken varantlarda yoktur.

Yazıda varantlar esas olarak aracı kuruluş varantları üzerinden ele alınmış, ortaklık varantlarına ilişkin bilgiler ilerleyen bölümde ayrı bir başlık altında verilmiştir.

2. ARACI KURULUŞ VARANTI

Elinde bulunduran kişiye, dayanak varlığı ya da göstergeyi önceden belirlenen bir fiyattan belirli bir tarihte veya belirli bir tarihe kadar alma veya satma hakkı veren ve bu hakkın kaydi teslimat ya da nakit uzlaşı ile kullanıldığı menkul kıymet niteliğindeki sermaye piyasası aracını ifade eder.

Aracı kuruluş varantları İMKB'de Hisse Senetleri Piyasasında işlem görür.[3]

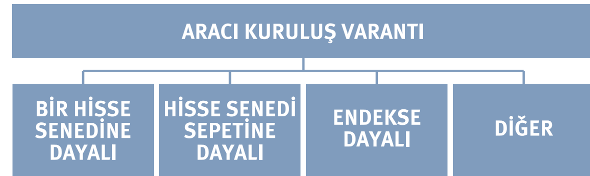
Aracı kuruluş varantların İMKB'de işlem görebilmeleri için, ihraççıları ya da ihraççıların anlaştıkları aracı kurumlar tarafından yürütülecek bir piyasa yapıcılık faaliyeti ile desteklenmeleri gerekir. Piyasa yapıcı kurum likit ve düzenli bir piyasa oluşmasına yönelik olarak sürekli alım-satım emri (kotasyon) vermekle yükümlüdür. Piyasa yapıcılık sisteminin yararları şöyle sıralanabilir:

– Likidite: Piyasada her zaman alış ve satış kotasyonu bulunduğu için piyasa fiyatından işlem yapmak isteyen yatırımcılar bu imkâna seansın her anında sahip olmaktadır.
– Fiyat İstikrarı: Piyasa yapıcılar fiyat dalgalanmalarını azaltabilmektedirler. Özellikle varantlar gibi fiyat hesaplamaları karmaşık formüllere ve çok sayıda bileşene dayalı ürünlerde bu konu daha da önem kazanmaktadır.
– Emirlerin Dengelenmesi: Piyasa yapıcılar emirlerde arz ya da talep fazlası olması durumunda piyasaya müdahelede bulunarak bu fazlayı karşılamakta ve dengenin korunmasını sağlamaktadırlar.
– İşlem Hızı: Emirlerin gerçekleşmesi için karşı yönde emirlerin piyasaya gelmesini beklemeye gerek yoktur. Yatırımcılar, başka emir gelmese de kotasyon fiyatlarından işlem gerçekleştirebilir.

3- Varantların Borsa'ya kotasyonu ve işlem görmesine ilişkin usul ve esaslar Genelge ile düzenlenmiş ve kamuya duyurulmuştur (İlgili Genelge: 30 Aralık 2011 tarih ve 385 sayılı Genelge).

2.1. Dayanak

Aracı kuruluş varantları yapılandırılmış ürünler sınıfında yer alan ve menkul kıymetleştirilmiş opsiyon özelliklerini taşıyan ürünlerdir. Aracı kuruluş varantları, finansal bir varlığa ya da göstergeye dayalı olarak çıkartılırlar. Varantların alım ya da satım hakkı verdiği bu finansal araçlar "dayanak" olarak adlandırılır.



Aracı kuruluş varantına bağlı hakkın ilgili olduğu aracın, hisse senedinden (bir ya da daha fazla sayıda) oluşması durumunda "dayanak varlık" ifadesi kullanılırken hakkın ilgili olduğu aracın endeks olması durumunda "dayanak gösterge" ifadesi kullanılmaktadır.

Aracı kuruluş varantlarının alma ya da satma hakkı verdiği "dayanak varlık" tek bir hisse senedi olabileceği gibi birden

Varant çeşitleri nelerdir?

Sermaye piyasamızda varantlar iki başlık altında düzenlenmiştir. Bunlardan ilki aracı kurumlar ya da bankalar tarafından ihraç edilen "Aracı Kuruluş Varantı"dır. Diğeri ise İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (İMKB) işlem gören halka açık şirketler tarafından ihraç edilebilen "Ortaklık Varantı"dır. Ülkemiz sermaye piyasaları düzenlemeleri uyarınca varantlar İMKB'de işlem görürler. Ancak 10 Mart 2012 tarihi itibariyle ihraç edilmiş olan ortaklık varantı bulunmadığından İMKB Hisse Senetleri Piyasası'nda sadece aracı kuruluş varantları işlem görmektedir.

fazla hisse senedinden oluşan bir sepet de olabilir. Bu senetler İMKB Hisse Senetleri Piyasasında işlem gören ve İMKB 30 Endeksinde yer alan hisse senetlerinden seçilebilir.

Örnek: İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından ihraç edilen ve İş Bankası A.Ş. hisse senetlerini 20.12.2014 tarihinde, 10,00 TL'den *alma* hakkı veren bir varant.

Örnek: Deutsche Bank A.G. tarafından ihraç edilen ve Garanti Bankası A.Ş. hisse senetlerini 20.12.2014 tarihinde, 5,00 TL'den *satma* hakkı veren bir varant.

Endekse dayalı olarak çıkartılan aracı kuruluş varantları ise ilgili olduğu endeksin belirli bir tarihteki değerine göre sahibine nakit akımı sağlarlar. Sözkonusu endeksler, İMKB tarafından oluşturulan hisse senedi endeksleridir.

Örnek: İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından ihraç edilen ve İMKB 100 Endeksini 80,500 puandan, 20.12.2014 tarihinde, *alma* hakkı veren bir varant.

Örnek: Deutsche Bank A.G. tarafından ihraç edilen ve İMKB 30 Endeksini 70,500 puandan, 20.12.2014 tarihinde, *satma* hakkı veren bir varant.

2.2. Diğer Dayanaklar

SPK tarafından uygun görülmesi durumunda, yukarıda sayılan dayanak varlık ve göstergeler dışında kalan konvertibl döviz, kıymetli maden, emtia, geçerliliği uluslararası alanda genel kabul görmüş endeksler gibi diğer varlık ve göstergeler de aracı kuruluş varantlarına dayanak teşkil edebilirler.

2.3. Aracı Kuruluş Varantı İhracı

Varantların bir ihraççısı vardır. Varant satın alan yatırımcı bu varanttan doğan hakkını ihraççıya karşı öne sürebilir. Satım varantlarının işleme konulmasında varant sahibi elindeki dayanak varlığı ihraççıya satarken, alım varantlarının işleme konulmasında varant sahibi elindeki dayanak varlığı ihraççıdan satın alır.

İhraççının sorumluluklarını yerine getirebilmesi için yeterli mali güce sahip olması beklenir. Bu nedenle varant ihraç edebilecek kurumlara sınırlama getirilmiştir. Koşulları sağlayamayan banka veya aracı kurumların varant ihraç etmek istemesi durumunda ilgili koşulları sağlayan bir garantör bulmaları gerekmektedir. SPK düzenlemelerine göre:

Varantların bir ihraççısı vardır. Varant satın alan yatırımcı bu varanttan doğan hakkını ihraççıya karşı öne sürebilir. Satım varantlarının işleme konulmasında varant sahibi elindeki dayanak varlığı ihraççıya satarken, alım varantlarının işleme konulmasında varant sahibi elindeki dayanak varlığı ihraççıdan satın alır.

– Varantlar, yurtdışında veyahut Türkiye'de yerleşik aracı kuruluşlar (aracı kurum veya bankalar) tarafından ihraç edilebilirler.

– Ancak bu kurumların uluslararası derecelendirme kuruluşlarından notlandırma ölçeğine göre yatırım yapılabilir düzeydeki notların içerisinde en yüksek üçüncü ve üstü seviyeye denk gelen uzun vadeli talebe bağlı derecelendirme notu almış olmaları gerekmektedir.

– Notlandırma ölçeğine göre yeterli notu bulunmayan Türkiye'de yerleşik aracı kuruluşlar yukarıda yer alan şartı sağlayan aracı kuruluşlar tarafından ihraçtan doğan uzlaşı yükümlülüklerinin garanti edilmesi koşuluyla ihraçta bulunabilirler.

3. VARANT BİLEŞENLERİ

3.1. Vade

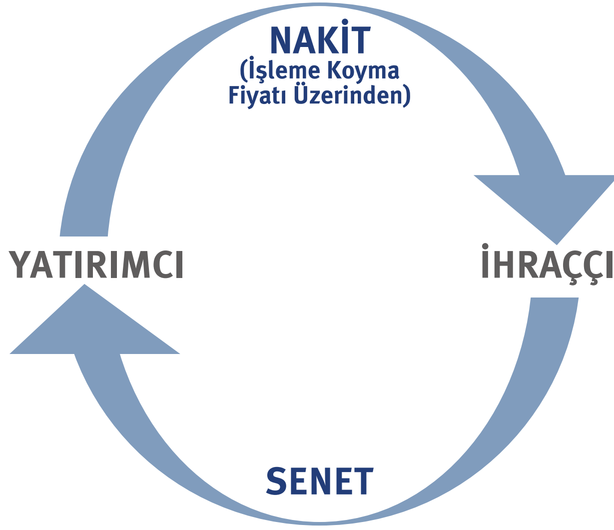
Vade ile varantın işleme konulabileceği son tarih ifade edilmektedir. Avrupa tipi varantlarda işleme koyma (diğer bir ifade ile dönüşüm), vade sonunda gerçekleşirken Amerikan tipi varantlarda vadeye kadar herhangi bir tarihte gerçekleştirilebilir.

3.2. Varant Dönüşümü

Dönüşüm, varantın işleme konulması, varanttan kaynaklanan hakkın kullanılmasıdır. Dönüşüm kaydi ve nakit olmak üzere iki şekilde gerçekleştirilir ve ne şekilde olacağı ihraççı tarafından belirlenir. Dönüşüm:

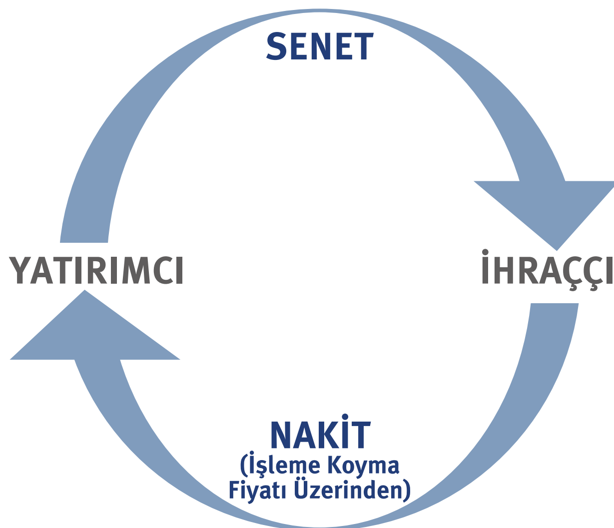
- Dayanağı *hisse senedi* olan ve *takası kaydi olarak gerçekleştirilen alım* varantlarında varant sahibinin, ihraççıya izahnamede yer alan fiyat üzerinden hesaplanan bedeli ödemesi ve karşılığında dayanak hisse senetlerini kayden teslim alması yoluyla gerçekleşir.

ALIM (CALL) VARANTLARINDA KAYDİ DÖNÜŞÜM



- Dayanağı *hisse senedi* olan ve *takası kaydi olarak gerçekleştirilen satım* varantlarında varant sahibinin, dayanak hisse senetlerini ihraççıya satması ve karşılığında izahnamede yer alan fiyat üzerinden hesaplanan ilgili bedeli alması yoluyla gerçekleşir.

SATIM (PUT) VARANTLARINDA KAYDİ DÖNÜŞÜM



3.3. İşleme Koyma Fiyatı

Dayanağı hisse senedi olan "alım" (*call*) varantlarında yatırımcının dayanak varlığı (hisse senedini) alabilmesi için hisse başına ödemesi gereken tutarı ifade eder. İhraççı tarafından ihraç öncesinde belirlenir.

Örnek: İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından ihraç edilen ve İş Bankası A.Ş. hisse senetlerini 20.12.2014 tarihinde, 10,00 TL'den alma hakkı veren bir varantın işleme koyma fiyatı on liradır.

Dayanağı hisse senedi olan "satım" (*put*) varantlarında yatırımcının dayanak varlığı (hisse senedini) ihraççıya satış fiyatını ifade eder.

Örnek: Deutsche Bank A.G. tarafından ihraç edilen ve Garanti Bankası A.Ş. hisse senetlerini 20.12.2014 tarihinde, 5,00 TL'den satma hakkı veren bir varantın işleme koyma fiyatı beş liradır.

3.4. İşleme Koyma Seviyesi

Dayanağı endeks olan varantlarda kullanılır. Varanta ilişkin hakkın kullanıldığı anda dayanak endeksin değerinin karşılaştırıldığı endeks puanıdır. İhraççı tarafından ihraç öncesinde belirlenir.

Örnek: İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından ihraç edilen ve İMKB 100 Endeksini 80,500 puandan, 20.12.2014 tarihinde, alma hakkı veren bir varantın işleme koyma seviyesi 80,500'dür.

Örnek: Deutsche Bank A.G.tarafından ihraç edilen ve İMKB 30 Endeksini 70,500 puandan, 20.12.2014 tarihinde, satma hakkı veren bir varantın işleme koyma seviyesi 70,500'dür.

3.5. Dönüşüm Oranı

Bir adet varantın kaç adet dayanak hisse senedi alım ya da satım hakkı verdiğini ya da bir adet dayanak hisse senedi alım ya da satım hakkı için kaç adet varant gerektiğini ifade eder. İhraççı tarafından ihraç öncesinde belirlenir.

Örnek: 1:1 dönüşüm oranı, 1 adet varantın 1 adet hisse senedi alım ya da satım hakkı verdiğini ifade eder.

Örnek: 4:1 dönüşüm oranı, 4 adet varantın 1 adet hisse senedi alım ya da satım hakkı verdiğini ifade eder.

Örnek: 1:2 dönüşüm oranı 1 adet varantın 2 adet hisse senedi alım ya da satım hakkı verdiğini ifade eder.

3.6. Endeks Çarpanı

Yatırımcıya ödenecek tutar, dönüşüm tarihinde dayanak endeksin İMKB'deki değeri ile işleme koyma seviyesi arasındaki farkın "x" değeri ile çarpılması ile bulunur. Söz konusu "x" değerine "endeks çarpanı" adı verilir ve ihraççı tarafından ihraç öncesinde belirlenir.

4. VARANTLARIN İMKB'DE İŞLEM GÖRMESİ

Varantların İMKB'de işlem görmesine ilişkin esaslar SPK düzenlemeleri doğrultusunda Borsa tarafından çıkartılan bir Genelge ile düzenlenmiştir.

4.1. İşlem Yöntemi

Varantlar İMKB'de Kurumsal Ürünler Pazarı altında yer alan Varant Pazarı'nda, "piyasa yapıcılı çok fiyat-sürekli müzayede sistemi" ile işlem görür. Bu yöntemde her bir varantta görevli olan bir piyasa yapıcı üye alış-satış kotasyonu verir ve üyeler (piyasa yapıcı üye de dahil olmak üzere) söz konusu varant için alış-satış emirlerini iletirler. Varantların piyasa yapıcı üyesi olmaksızın işlem görmesi mümkün değildir (alternatif işlem yöntemi yoktur).

4.2. Piyasa Yapıcı

Sorumlu olduğu varantlarda piyasanın dürüst, düzenli ve etkin çalışmasını sağlamak, likit ve sürekli bir piyasanın oluşmasına katkıda bulunmak amacıyla faaliyette bulunmak üzere, ihraççı tarafından belirlenerek SPK tarafından onaylanan, kotasyon vermekle yükümlü olan Borsa üyesi aracı kuruluştur.

4.3. Kotasyon

Piyasa yapıcının likiditeyi sağlamak için İMKB Hisse Senetleri Piyasası Alım Satım Sistemine girdiği, almaya ve satmaya razı olduğu fiyat ile bu fiyat seviyesinden ne kadar alacağını/satacağını gösteren miktar bilgisini içeren çift yönlü emir çeşididir.

4.4. Başlıca İşlem Kuralları

– Verilen alış-satış emirleri fiyat ve zaman önceliği kurallarına göre sisteme kabul edilir ve kotasyon aralığı dahilindeki fiyatlardan (kotasyon fiyatları dahil) karşı taraftaki uygun fiyatlı alış-satış emirleriyle ve/veya kotasyon emirleri ile eşleşerek işleme dönüşür.
– Varantlara piyasa yapıcı üye tarafından kotasyon girilir. Piyasa yapıcı üye kotasyon girmeden varantlara emir girişi yapılamaz.
– Pazarda baz fiyat uygulanmaz. Dolayısıyla fiyat oluşumunda alt ve üst limit belirlenmemektedir (serbest marj uygulanır).
– Pazarda, bütün işlemler piyasa yapıcının verdiği alım ve satım kotasyonları aralığı içinde (kotasyon fiyatları da dahil) gerçekleşir (piyasa yapıcının verdiği kotasyonlar işlemlerin gerçekleşebileceği fiyat aralıkları olmaktadır). Kotasyon aralığı dışındaki fiyatlardan verilen emirler de sisteme kabul edilir, ancak kotasyon aralığı içinde kaldığı sürece işlem görebilirler.
– Varantlara açılış seansında emir veya kotasyon girilemez.
– Varantlarda seans içinde emir iptali serbesttir.

4.5. Seans Saatleri

Varant işlemleri Hisse Senetleri Piyasası sürekli müzayede seans saatleri dahilinde gerçekleştirilir. Birinci seans 09.50 – 12.17 arasında, ikinci seans 14.20 – 17.17 arasında yapılır.

Varant'ta Başlıca İşlem Kuralları Nelerdir?

Verilen alış-satış emirleri fiyat ve zaman önceliği kurallarına göre sisteme kabul edilir ve kotasyon aralığı dahilindeki fiyatlardan (kotasyon fiyatları dahil) karşı taraftaki uygun fiyatlı alış-satış emirleriyle ve/veya kotasyon emirleri ile eşleşerek işleme dönüşür. Varantlara piyasa yapıcı üye tarafından kotasyon girilir. Piyasa yapıcı üye kotasyon girmeden varantlara emir girişi yapılamaz. Pazarda baz fiyat uygulanmaz. Pazarda, bütün işlemler piyasa yapıcının verdiği alım ve satım kotasyonları aralığı içinde (kotasyon fiyatları da dahil) gerçekleşir (piyasa yapıcının verdiği kotasyonlar işlemlerin gerçekleşebileceği fiyat aralıkları olmaktadır). Kotasyon aralığı dışındaki fiyatlardan verilen emirler de sisteme kabul edilir, ancak kotasyon aralığı içinde kaldığı sürece işlem görebilirler. Varantlara açılış seansında emir veya kotasyon girilemez. Varantlarda seans içinde emir iptali serbesttir.



4.6. İşlem Kodu

Varantlarda kısa ve uzun olmak üzere iki tür kod kullanılır. Söz konusu kodlar İMKB tarafından belirlenir ve duyurulur.

4.7. Son İşlem Günü

Varantlarda son işlem günü vade sonu günüdür. Vade sonunda (V günü piyasa kapandıktan sonra) varantı elinde tutan hak sahibi, dönüşüm koşullarında belirtilen şartları dönüşüm tarihinde yerine getirmeyi taahhüt eder. Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) nezdinde hak sahibi kayıtlarının oluşması için, son işlem gününde gerçekleşen işlemlerin takasının tamamlanması gerekmektedir (V+2 gün sonu). Dolayısıyla varantın son hak sahipleri V+2'de belirlenir. Hak kullanım işlemleri en erken V+3'te başlar.

5. VARANT TAKASI ve DÖNÜŞÜMÜ

"Takas" alım-satımı İMKB'de gerçekleştirilen varantların ve bu işlemin karşılığı olan naktin yatırımcıların hesapları arasında değişimini ifade ederken, "varant dönüşümü" varanttan doğan hakkın kullanımı sırasında gerçekleştirilen işlemleri ifade etmektedir.

5.1. Takas Süresi

Varantların takas işlemleri, hisse senetleri, rüçhan hakkı kuponları ve borsa yatırım fonlarının takasında olduğu gibi (T+2)'de, İMKB Hisse Senetleri Piyasası takas işlemleri düzenlemeleri ve işleyiş esasları çerçevesinde gerçekleştirilir.

5.2. ISIN

Türkiye'de ihraç edilen varantlar için ISIN tahsisi İMKB Takasbank A.Ş. (Takasbank) tarafından yapılır. Yurtdışında yerleşik kurumlar tarafından ihraç edilecek varantlar için yurtdışında tahsis edilmiş ISIN kodu ihraçcı tarafından İMKB, Takasbank ve Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş.'ye (MKK) bildirilir.

5.3. Dönüşüm

Varantların dönüşümünde varantın:
- Dayanağının hisse, sepet veya endeks oluşu,
- Tipi (Amerikan ya da Avrupa oluşu),
- Türü (alım-call ya da satım-put oluşu),
- Dönüşüm şekli (nakit uzlaşı-kaydi teslimat oluşu),
- Kârda, zararda veya başabaşta oluşu

önem arzetmektedir.

5.3.1. Varantların Kârda, Zararda ve Başabaşta Oluşu

- *Alım (Call) Varantlarında:* İşleme koyma fiyatının/seviyesinin dayanak varlığın işleme koyma tarihindeki spot fiyatından/seviyesinden düşük olması durumu "Kârda" yüksek olması durumu "Zararda" eşit olması durumu ise "Başabaşta" olarak adlandırılmaktadır.

- *Satım (Put) Varantlarında:* İşleme koyma fiyatının/seviyesinin dayanak varlığın işleme koyma tarihindeki cari fiyatından/seviyesinden yüksek olması dumu "Kârda" düşük olması durumu "Zararda" eşit olması durumu ise "Başabaşta" olarak adlandırılmaktadır.

Varant vadesinde ya da Amerikan tipi varantların vadeden önce dönüşümünde aşağıda yer alan dört durum söz konusu olabilir:

- Nakit uzlaşı olur ve ihraçcı kardaki varant sahibi hesaplarına para aktarır.
- Kaydi teslimat olur ve ihraçcı kârdaki varant sahibi hesaplarına hisse aktarır. Diğer taraftan varant sahibi de ihraçcı hesabına kullanım bedelini aktarır (*Call*).
- Kaydi teslimat olur ve kardaki varant sahibi ihraçcı hesaplarına hisse aktarır. Diğer taraftan ihraçcı da işleme koyma değerini varant sahibi hesabına aktarır (*Put*).
- İhraçcı ve varant sahibi arasında herhangi bir nakit ya da kıymet aktarımı yapılmaz (Varantın başabaşta ya da zararda olması durumu).

6. VARANTIN FİYATI

Varant fiyatı iki temel bileşenden oluşur, bunlar temel değer ve zaman değeridir.

Varant Fiyatı = Temel Değer + Zaman Değeri

6.1. Temel (İçsel) Değer

Temel (içsel) değer, dayanak varlığın fiyatı ile varantın işleme koyma fiyatı arasındaki farka eşittir. Varant sahibi opsiyonunu kullanmak zorunda olmadığından içsel değer hiçbir zaman negatif değer alamaz.

6.2. Zaman Değeri

Varantın fiyatı ile içsel değeri arasındaki fark zaman değeri ya da spekülatif değer olarak ifade edilmektedir.

Zaman değeri varant alan kişinin, varantın vadeye kadar kalan süresi boyunca dayanak varlığın fiyatının kendisi için elverişli olması olasılığı çerçevesinde ödemeye hazır olduğu fiyattır. Diğer bir ifade ile dayanak hisse senedinin fiyatındaki belirsizlik için ödenen fiyattır.

Varantın zaman değeri, vadeye kalan gün sayısı ile doğru orantılı olarak artmaktadır. Vade sonunda zaman değeri sıfıra ulaşır. Varant (opsiyon) piyasaları incelendiğinde zaman değerlerinin genellikle % 60'lık kısmını vadesinin son % 30'luk diliminde kaybettikleri genel kabul görmektedir.

Zaman değeri varantın fiyatı ile temel değeri arasındaki farktır.

6.3. Varant Fiyatını Etkileyen Faktörler

6.3.1. Dayanak Varlığın Fiyatı

Dayanak varlığın fiyatı ile alım (*call*) varantın fiyatı arasında pozitif, satım (*put*) varantın arasında negatif yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Dayanak varlığın fiyatı yükseldikçe alım (*call*) varantlarının fiyatı artarken, satım (*put*) varantlarının fiyatı azalmaktadır.

6.3.2. İşleme Koyma Fiyatı

Varantın işleme koyma fiyatı ile alım (*call*) varantının fiyatı arasında negatif, satım (*put*) varantının arasında pozitif yönlü bir ilişki bulunmaktadır. İşleme koyma (*uzlaşma*) fiyatı yükseldikçe alım (*call*) varantlarının fiyatı azalırken, satım (*put*) varantlarının fiyatı artmaktadır.

6.3.3. Vadeye Kalan Gün Sayısı

Vadeye kalan gün sayısı ile hem alım (*call*) hem de satım (*put*) varantları arasında pozitif yönlü bir ilişki vardır. Vadeye kalan gün sayısı arttıkça hem alım varantlarının (*call*) hem de satım varantlarının (*put*) fiyatı artmaktadır.



6.3.4. Volatilite

Dayanak varlığın volatilitesi (oynaklığı) ile hem alım (*call*) hem de satım (*put*) varantları arasında pozitif yönlü bir ilişki vardır. Dayanak varlığın volatilitesi (oynaklığı) arttıkça hem alım varantlarının (*call*) hem de satım varantlarının (*put*) fiyatı artmaktadır.

6.3.5. Piyasa Faiz Oranı

Faiz oranı ile alım (*call*) varantının fiyatı arasında pozitif, satım (*put*) varantının arasında negatif yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Faiz oranı yükseldikçe alım (*call*) varantların fiyatı artarken, satım (*put*) varantlarının fiyatı azalmaktadır.

6.3.6. Temettü (Kâr Payı)

Dayanak varlığın ait olduğu şirketin ödediği temettü (kâr payları) ile alım (*call*) varantının fiyatı arasında negatif, satım (*put*) varantın arasında ise pozitif yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Kâr payları yükseldikçe alım (*call*) varantlarının fiyatı azalırken, satım (*put*) varantlarının fiyatı artmaktadır.

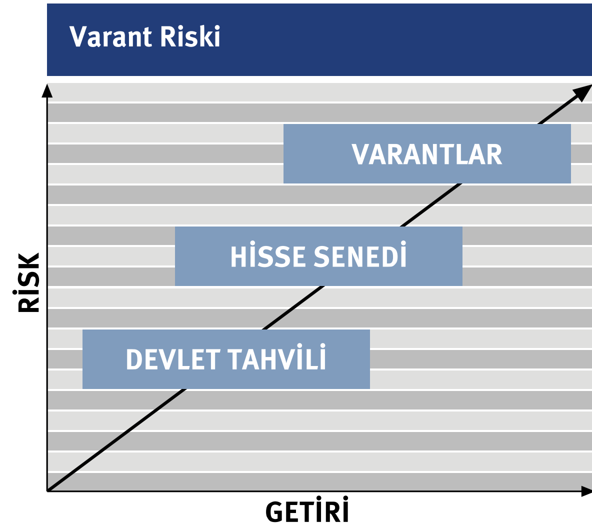
Varantı Etkileyen Faktörler

	Varant Fiyatı (ALIM)	Varant Fiyatı (SATIM)
Dayanak varlığın fiyatı	+	-
İşleme koyma fiyatı	-	+
Vadeye kalan gün	+	+
Volatilite	+	+
Piyasa faiz oranı	+	-
Temettü	-	+

7. VARANT YATIRIMININ RİSKLERİ

Aracı kuruluş varantları ihraççıya sorumluluk yükleyen menkul kıymetlerdir. Borsanın bu üründe herhangi bir yükümlülüğü ve sorumluluğu bulunmaz. Hak kullanımında ihraççının yaşayabileceği herhangi bir ödeme güçlüğünde risk tamamen yatırımcıya aittir. Hak kullanımında yatırımcıya yapılması gereken ödemenin yapılmaması, teslim edilmesi gereken dayanak varlıkların teslim edilmemesi, yatırımcıdan alınması gereken dayanak varlıkların satın alınmaması ve benzeri yükümlülük durumlarında ortaya çıkan mağduriyetler Garanti Fonundan *karşılanmaz*. Ancak İMKB'de gerçekleştirilen varant alım satımından doğan takas işlemlerinde sadece problem olması durumunda hisse senetlerinde olduğu gibi Garanti Fonu kullanılabilir.

– Varantlar belirli bir vadeye sahiptirler (ömürleri sınırlıdır).
– Kaldıraç etkisi nedeniyle varant alım işlemi yapmanın piyasada lehte çalışabileceği gibi aleyhte de çalışabileceği ve bu anlamda kaldıraç etkisinin yüksek kazançlar sağlayabileceği gibi zararlara da yol açabileceği ihtimali göz önünde bulundurulmalıdır.
– Piyasada oluşacak fiyat hareketleri sonucunda yatırılan paranın tümü kaybedilebilir. Ancak risk varanta ödenen bedel ve buna ek olarak ödenen komisyon ve diğer ücretler ile sınırlıdır.
– Varant alım satımına ilişkin olarak yapılacak teknik ve temel analizlerin kişiden kişiye farklılık arz edebileceği ve bu analizlerde yapılan öngörülerin *gerçekleşmeme* olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır.



Aracı kuruluş varantları ihraççıya sorumluluk yükleyen menkul kıymetlerdir. Borsanın bu üründe herhangi bir yükümlülüğü ve sorumluluğu bulunmaz. Hak kullanımında ihraççının yaşayabileceği herhangi bir ödeme güçlüğünde risk tamamen yatırımcıya aittir. Hak kullanımında yatırımcıya yapılması gereken ödemenin yapılmaması, teslim edilmesi gereken dayanak varlıkların teslim edilmemesi, yatırımcıdan alınması gereken dayanak varlıkların satın alınmaması ve benzeri yükümlülük durumlarında ortaya çıkan mağduriyetler Garanti Fonundan karşılanmaz.

8. ORTAKLIK VARANTI

Ortaklık varantı sahibine, payları İMKB'de işlem gören herhangi bir ortaklığın paylarını veya, payları İMKB'de işlem gören kayıtlı sermaye sistemine tabi ihraççı hisselerini, önceden belirlenen bir fiyattan vade sonunda alma hakkı veriri. Ortaklık varantları, payları İMKB'de işlem gören halka açık anonim ortaklıklarca ilgili sermaye piyasası aracının halka arzı sırasında ihraç edilirler.

Payları İMKB'de işlem gören ya da işlem görmek üzere İMKB'ye başvuruda bulunan ortaklıklar tarafından ihraç edilebilen ortaklık varantı, bu şirketlerin hisse senedi veya borçlanma araçları gibi sermaye piyasası araçlarının halka arz yoluyla satışı sırasında ihraç edilirler.

Ortaklık varantları, ihraççının kendi hisseleri üzerine yazılı olabileceği gibi İMKB'de işlem gören başka bir ortaklığın hisseleri üzerine de yazılı olabilir.

Ortaklık varantlarının bir diğer önemli özelliği de, ihraç edilen söz konusu sermaye piyasası araçlarını satın alan tasarruf sahiplerine bedelli olarak verilebileceği gibi bu araçları teşvikine veya satımını kolaylaştırmaya yönelik bedelsiz olarak da verilebilirler.

Ortaklık varantlarının ilgili sermaye piyasası aracının yanında bedelli olarak ihraç edilmeleri halinde; ilgili sermaye piyasası aracının tasarruf sahibi tarafından satın alınması, söz konusu ortaklık varantının da satın alınmasını gerektirmez.

Diğer taraftan ortaklık varantlarının bedelsiz olarak verilmek üzere ihraç edilmeleri durumunda, bunların ilgili sermaye piyasası aracını satın alan tüm tasarruf sahiplerine satın aldıkları sermaye piyasası aracı ile orantılı olarak verilmesi zorunludur.

Ortaklık varantlarının ilgili sermaye piyasası aracının halka arzına aracılık eden aracı kuruluşlar vasıtasıyla tasarruf sahiplerine kayden teslim edilmeleri, bunların borsada işlem görmeleri ve borsa tarafından kabule ilişkin kurallara uyması zorunludur.

İhraç edilecek ortaklık varantlarının vadesi iki aydan az, beş yıldan fazla olamaz. İlgili sermaye piyasası aracının satışa sunulduğu ilk gün vade başlangıç tarihi olarak kabul edilir.

Ortaklık varantlarının itibari değeri 1 kuruştan aşağı olamaz.

Varantlar, İMKB'de Nasıl İşlem Görür?

Varantlar İMKB'de Kurumsal Ürünler Pazarı altında yer alan Varant Pazarı'nda, "piyasa yapıcılı çok fiyat-sürekli müzayede sistemi" ile işlem görür. Bu yöntemde her bir varantta görevli olan bir piyasa yapıcı üye alış-satış kotasyonu verir ve üyeler (piyasa yapıcı üye de dahil olmak üzere) söz konusu varant için alış-satış emirlerini iletirler. Varantların piyasa yapıcı üyesi olmaksızın işlem görmesi mümkün değildir (alternatif işlem yöntemi yoktur). Kotasyon; almaya ve satmaya razı olduğu fiyat ile bu fiyat seviyesinden ne kadar alacağını/satacağını gösteren miktar bilgisini içeren çift yönlü emir çeşididir.

Kurul ortaklık varantlarına ilişkin genel ihraç limiti belirleyebilir.

Ortaklık varantı ihraçları kaydi olarak yapılır. İhraççıların MKK üyesi olmaları zorunludur.

8.1. Kullanım Hakkı

Kullanım hakkı, ortaklık varantının vadesi sonunda ortaklık varantı sahibinin önceden belirlenmiş kullanım fiyatı ve kullanım oranı esas alınarak üzerine ortaklık varantı yazılan hisseleri satın alma hakkını ifade eder.

8.2. Kullanım Zamanı ve Süresi

Kullanım zamanı, ortaklık varantının vadesinin bitimini takip eden ilk işgününde doğar.

Ortaklık varantının kullanım esaslarına ilişkin ayrıntılı bilgi ilgili sermaye piyasası aracının halka arzına ilişkin olarak düzenlenen izahname ve sirkülerde belirtilir.

Kullanım süresi, kullanım hakkının ne kadarlık bir süre için geçerli olduğunu gösterir ve 30 günü geçemez.

8.3. Kullanım Fiyatı ve Oranı

Kullanım fiyatı, ortaklık varantı sahibinin üzerine ortaklık varantı yazılı hisseleri satın alma hakkını kullanması durumunda bir hisse için ödemesi gereken fiyattır.

Kullanım oranı, ortaklık varantı sahibinin üzerine ortaklık varantı yazılı hisseleri satın alma hakkını kullanması durumunda her bir ortaklık varantı karşılığında tasarruf sahibine verilecek pay sayısını gösterir.

Aracı Kuruluş ve Ortaklık Varantlarının Karşılaştırılması

Konu	Aracı Kuruluş Varantı	Ortaklık Varantı
İhraççı	Banka veya Aracı Kurum	İşlem Gören Şirket
Sağladığı Hak	Alım veya Satım	Sadece Alım
Dayanak	Hisse Senedi, Endeks ve Diğerleri	Hisse Senedi

9. İMKB VARANT PAZARI VERİLERİ

13 Ağustos 2010 tarihinde faaliyete geçen İMKB Varant Pazarında bugüne kadar toplam 341 adet varant işlem görmüştür. Bu varantların 186 adedi itfa olurken hali hazırda pazarda 155 adet varant işlem görmektedir. 2012 yılı verilerine göre pazarın günlük ortlama işlem hacmi 27 milyon TL'dir (15 milyon USD). Söz konusu varantların tamamı aracı kuruluş varantları olup, ihraç edilen/işlem gören ortaklık varantı bulunmamaktadır.

İhraç edilen varantların dayanakları incelendiğinde toplamda üzerine yazılan 87 adet varantla İMKB 30 Endeksinin % 26'lık oranla ilk sırada yer aldığı gözlemlenmektedir. Günümüze kadar toplam 12 adet hisse senedi üzerine varant ihraç edilirken 10 Mart 2012 tarihi itibariyle dayanak hisse sayısı 11'dir. Hisse senedi ve endeksin dışında ABD doları ve altın üzerine ihraç edilen varantlar da İMKB'de işlem görmektedir.

Varant Pazarı Verileri - I

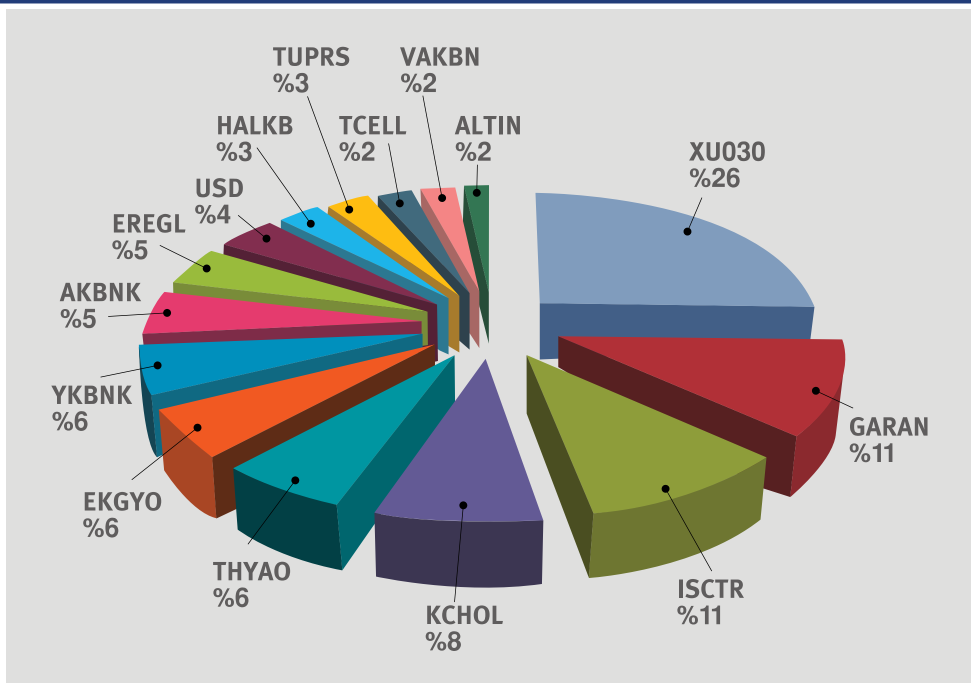
Varant Pazarı Verileri (10 Mart 2012)	
İhraç Edilen Toplam Varant Sayısı	341
İtfa Olan Varant Sayısı	186
İşlem Gören Varant Sayısı	155
Günlük Ortalama İşlem Hacmi Milyon TL Milyon USD	 27 15

Varant pazarında yıllar itibariyle gerçekleşen işlem miktarları ve hacimleri ile bunların Hisse Senetleri Piyasasında gerçekleşen tüm işlemlere oranları aşağıdaki tabloya çıkartılmıştır. Buna göre:

- 2011 yılında varant pazarında yaklaşık olarak 8 milyar adet işlem gerçekleşirken bu işlemlerin toplam işlem miktarına oranı % 4 olmuştur,
- 2011 yılında varant pazarında yaklaşık 4,7 milyar TL işlem

Dayanaklarına Göre Varantlar

Dayanak	Varant Sayısı
XU030	87
GARAN	38
ISCTR	36
KCHOL	28
THYAO	22
EKGYO	20
YKBNK	20
AKBNK	18
EREGL	16
USD	14
HALKB	10
TUPRS	10
TCELL	8
VAKBN	8
ALTIN	6
TOPLAM	**341**



Varant Pazarı Verileri - II

YIL	VARANT İŞLEM MİKTARI (Bin Adet)	HSP İŞLEM MİKTARI (Bin Adet)	ORAN (%)	VARANT İŞLEM HACMİ (Milyon TL)	HSP İŞLEM HACMİ (Milyon TL)	ORAN (%)
2010	395.255	204.083.247	0,19	548	635.664	0,09
2011	8.087.202	201.993.324	4	4.679	694.876	0,67
2012	1.767.717	33.017.070	5,35	1.069	97.012	1,1

gerçekleşirken bu işlemlerin toplam işlem hacmine oranı % 0,67 olmuştur.

10 Mart 2012 tarihi itibariyle Deutsche Bank A.G. Londra, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. varant ihraççılarıdır. Diğer bir ihraççı olarak UniCredit Bank A.G.'nin başvurusu mevcut olup işlem görme hazırlıkları sürmektedir.

10. DÜNYADA VARANT UYGULAMALARI

Dünyadaki varant uygulamaları incelendiğinde farklı türlerde varantlara rastlanmakla birlikte;

- Borsalarda işlem gören şirketlerin kendi hisseleri üzerine ihraç ettikleri varantlar ve banka veya diğer mali kuruluşlarca çıkartılan varantlar olarak ikili bir ayrımın yapıldığı,
- Büyük bir ağırlıkla banka veya diğer mali kuruluşlarca çıkartılan varantların işlem gördüğü, borsalarda işlem gören şirketlerin kendi hisseleri üzerine ihraç ettikleri varantların düzenlemelerede yer almakla birlikte ya hiç işlem görmedikleri ya da dikkate alınmayacak kadar az işlem gördükleri gözlemlenmektedir.

10.1. Varant Türleri[4]

- Geleneksel Varantlar: Bonolara bağlanmış olarak çıkartılan varantlardır. Bonoyu ihraç eden şirketten hisse senedi satınalama hakkı verirler. Bonoyu çıkaran şirket aynı zamanda bu bonoya bağlı varantı çıkaran şirkettir. Bu yöntemle varant ihracı, bono arzını daha cazip kılmayı ve faiz oranını düşürmeyi amaçlar.

- Yalın Varantlar: Geleneksel varantlara benzemekle birlikte bonolara bağlı olmadan çıkartılırlar ve borsalarda işlem görürler. Diğer varantlar gibi finansal anlamda "alım opsiyonlarına" benzerler.

- Teminatlı Varant: Sahibine arz edenden belirli bir miktarda hisse senedi, döviz ya da diğer bir sermaye piyasası aracını alama ya da satma hakkı verir. Sadece finansal aracılar tarafından çıkartılırlar ve normal varantlardan farklı olarak hisse senedi dışındaki araçları temsilen de çıkartılırlar. Söz konusu varantların en önemli özelliği ihraççı kurumun varantın özelliğine göre teminat tutması zorunluluğudur.

- Kamu Kurumları Varantları: Kamu kuruluşlarınca çıkartılan ve ileri tarihli ödemeleri olan bonolara da varant adı verilebilmektedir. Örnek olarak 1990'ların sonuna doğru Kaliforniya'da yerel yönetimce çıkartılan kâğıtlar gösterilmektedir.

- Sepet Varantlar: Birden fazla hisse senedinden oluşan bir grup hisseyi alam veya satma hakkı verirler.

- Endeks Varantları: Dayanak varlık olarak belirli bir endeksi baz almaktadır. Bu varantlarda kullanım fiyatı yerine kullanım seviyesi endeks puanı cinsinden belirtilir ve takası kullanım anında veya vadede nakit olarak gerçekleşir. Endeks varantları genel olarak kısa vadeli, yüksek hacimli varantlardır. Uluslararası endeks ve yerel endeks varantları da endeks varantlarının alt çeşitleridir.

- Taksitli Varantlar (*Instalments*): Taksitli varantlar, yatırımcıların ilk ödemeyi (ilk taksidi) yaparak ve son ödemeyi (son taksidi) sonraki bir tarihe, yani vade sonuna, erteleyerek dayanak varlığa doğrudan yatırım yapmalarını sağlar. Taksitli varantlarda, ilk taksitten sonra ödenmeyen kısmın zaman değeri de hesaba katılarak bu kısım için faiz hesaplanmakta ve bu faiz tutarı kullanım fiyatına yansıtılmaktadır. Taksitli varantları diğerlerinden ayıran en önemli özellik, yatırımcıların dayanak varlığın temettü ve benzeri ödemelerinden yararlanmasıdır. Ancak bazı du-

4- Bu bölüm, TSPAKB yayını olan Gündem *adlı derginin 46. sayısından alınmıştır.*

Geleneksel Varantlar: Bonolara bağlanmış olarak çıkartılan varantlardır. Bonoyu ihraç eden şirketten hisse senedi satınalama hakkı verirler. Bonoyu çıkaran şirket aynı zamanda bu bonoya bağlı varantı çıkaran şirkettir. Bu yöntemle varant ihracı, bono arzını daha cazip kılmayı ve faiz oranını düşürmeyi amaçlar.

rumlarda bu temettüler yatırımcıya nakit olarak ödenmemekte, temettü tutarı kullanım fiyatından düşülmektedir. Bazı varantlar, yatırımcıya dayanak varlığa ait oy hakkını da vermektedir.

- Gelir Sağlama Amaçlı Varantlar (*Endowments*): Gelir sağlama amaçlı varantlar, uzun dönemli, genellikle 10 yıllık alım varantlarıdır. Dayanak varlığı tek bir hisse senedi olabileceği gibi, hisse senetlerinden oluşan bir sepet de olabilir. Uzun dönemli dönemli yatırım yapan, aldıkları varantı vadeye kadar tutan yatırımcılar için geliştirilmiş bir üründür. Gelir sağlama amaçlı varant alan yatırımcılar, dayanak varlık olan hisse senedinin temettü politikası ile uzun dönemli faiz oranlarını karşılaştırmaktadır. Beklentileri ise alacakları temettülerin potansiyel faiz gelirlerinden fazla olmasıdır.

- Üst Limitli Varantlar: Üst limitli varantlar, varant sahibinin yüksek kâr potansiyelini sınırlamakta, ancak bunun karşılığında başka bir menfaat sağlamaktadır. Üst limitli varantlar genellikle Avrupa tipi olmakta ve kullanım fiyatları dayanak varlığın ihraç sırasındaki fiyatına göre daha düşük olmaktadır. Dayanak varlığın fiyatı vade sonundaki limitin altında kaldığı zaman, varant kullanılabilir ve dayanak varlığın teslimatı istenebilir. Ancak dayanak varlığın fiyatı vade sonundaki üst limite eşit veya bu limitin üzerinde kalırsa, varant kullanılmaz ve yatırımcı üst limit değerini almaya hak kazanır.

- Primli Gelir Varantları: Üst limitli varantların bir diğer çeşidi ise primli gelir varantlarıdır. Bunlar, yüksek kâr potansiyeli karşılığında yatırımcılara prim ödemektedir. Hem üst limitli hem de taksitli varantların özelliklerini taşımaktadırlar. Hisse senetlerini temsil edecek bir “hisse sepeti” şeklinde ihraç edilen primli gelir varantlarının nominal değeri yüksektir. Yatırımcılar, hisse sepetinin değerinin büyük bölümünü ilk başta öder ve nominal değerden daha düşük olan kullanım fiyatına hisse sepetini almaya hak kazanır. Varant yatırımcıları için hisse sepeti saklamacıda saklanır ve yatırımcılar dayanak varlığın dağıttığı temettü ve diğer haklardan yararlanır. Buna ek olarak, ihraççı yatırımcıya ayrıca bir prim ödemesi yapar.

Diğer limitli varantlar gibi, primli gelir varantlarının da kar potansiyeli sınırlandırılmıştır. Kullanım sırasında hisse senedinin fiyatı limit seviyesine eşit veya daha düşük ise, yatırımcı hisse sepetini alabilir. Ancak kullanım sırasında hisse senedinin fiyatı limit seviyesinden yüksekse, yatırımcı limitli değere denk gelecek şekilde daha az sayıda hisse senedi içeren sepeti alabilir. Aynı şekilde put varantı da kullanılabilir ve ihraççıdan hisse sepetini alması ve nakit ödeme yapması istenebilir.

- Döviz Varantları: Döviz varantına yatırım yapan yatırımcılar, yabancı para karşılığında yerel parayı vadede veya öncesinde değiştirmektedirler. Döviz kurundaki hareketlere göre, varantın değeri de değişiklik gösterir.

- Emtia Varantları: Alım veya satım varantı şeklinde kullanılabilen emtia varantlarının dayanak varlığı altın, gümüş, platin veya başka bir emtia olabilir. Hisse senedi varantlarına benzer özellikleri olsa da, dayanak varlığın değişik yapısı, farklı unsurların göz önünde tutulmasını gerektirmektedir. Öncelikle kullanım sırasında teslimat gerçekleşecekse, teslimatın çeşitli şekillerde olabileceği dikkate alınmalıdır. Teslimatın gerçekleşeceği yer belirlenmelidir. Emtianın teslimatı nakliye ve depolama gibi ilave faliyetlere de neden olabilir. Ayrıca, çeşitli ürünler dünya çapında sürekli işlem görmektedir. Bunun için emtianın gösterge ölçüsünü bilmek gerekmektedir. Örneğin, nakdi takas yapılacaksa, söz konusu emtianın niteliği, kalite şartları, para birimi ve hangi tarihteki fiyatın baz alınacağı önemlidir.

- Knock-Out Varantlar: Dayanak varlığın fiyatının önceden belirlenmiş bir seviyenin varantın alım veya satım hakkı vermesine bağlı olarak üzerinde veya altında kalması halinde bedelsiz olarak itfa olan, yatırımcıya herhangi bir getirisi olmadan son bulan varantlardır.

10.2. Varant Verileri

Dünya Borsalar Federasyonuna üye borsalar incelendiğinde bu borsalar içerinde 22 borsada varantların işlem gördüğü anlaşılmaktadır. Sözkonusu ülkelerdeki varant sayıları ve işlem hacimleri “yapılandırılmış ürünler” başlığı altında sertifika ve benzeri ürünleri de içerecek şekilde verilmektedir. Ancak piyasa büyüklüğü açısından fikir vermesine yönelik olarak söz konusu rakamlar aşağıdaki tabloya çıkartılmıştır. Tabloda varant bilgilerini de içerecek

şekilde yapılandırılmış ürün sayıları ve bunlarda gerçekleşen işlemler 2012 yılı Ocak ayı itibariyle toplam olarak verilmiştir. Tablo incelendiğinde:

- Yapılandırılmış ürün/varant sayısı olarak Almanya'nın büyük bir ağırlığı gözlemlenmektedir.

- Yapılandırılmış ürünlede gerçekleşen işlemlerin hisse senetlerinde gerçekleşen işlemlere oranlarına bakıldığında İsrail, Hong Kong ve Kore'nin öne çıktığı görülmektedir.

Söz konusu borsalarda işlem gören varantlar aracı kuruluş varantları olup, sadece Frankfurt, Singapur ve Tayland'da ortaklık varantları bulunmaktadır. Bu ülkelerdeki ortaklık varantlarında gerçekleşen işlemler çok düşük düzeydedir (Örneğin Frankfurt Borsası'nda ortaklık varantlarında gerçekleşen işlemlerin diğer varantlarda gerçekleşen işlemlere oranı % 0,1 civarındadır).

11. SONUÇ

Ülkemiz sermaye piyasasının gelişimini ileri boyuta taşımayı hedefleyen İMKB'nin, dünya borsalarında yer alan ürün ve uygulamaları piyasamıza kazandırma çabalarının bir parçası olan İMKB Varant Pazarının gerek dayanak bazında gerekse işlem bazında gün geçtikçe geliştiği gözlemlenmektedir.

İMKB'nin yeni bir çeyrek asra adım attığı bu dönemde, İstanbul'un uluslararası bir finans merkezi olması amacına paralel olarak, sermaye piyasamızın uluslararası rekabet gücünün artırılması en önemli hedefler arasında yer almaktadır.

Yeni ihraççıların varant piyasasına girmesi yatırımcıların özelikli bir ürün olan varantları daha iyi tanıması ile birlikte gerek işlem hacminin gerekse yatırımcı sayısını önümüzdeki günlerde daha da artacağı beklenmektedir.

Yapılandırılmış Ürünlerin İşlem Gördüğü Dünya Borsaları (Ocak 2012)

Ülke	Borsa	Yapılandırılmış Ürün Sayısı	Hisse Senedi Sayısı	Yapılandırılmış Ürün İşlem Hacmi (Milyon USD)	Hisse Senedi İşlem Hacmi (Milyon USD)	Hacim Oranı
Meksika	Mexican Exchange	19	476	5	8.943	0,06
Kanada	TMX Group	82	3.947	61	114.635	0,05
Avustralya	Australian SE	4.417	2.078	269	67.391	0,4
Malezya	Bursa Malaysia	307	937	442	10.284	4,3
Hong Kong	Hong Kong Exchanges	4.918	1.506	32.939	85.139	38,69
Kore	Korea Exchange	6.689	1.816	17.592	144.503	12,17
Singapur	Singapore Exchange	219	772	293	18.809	1,56
Tayvan	Taiwan SE Corp.	6.388	824	361	45.457	0,79
Tayland	The Stock Exchange of Thailand	184	545	105	14.762	0,71
İspanya	BME Spanish Exchanges	4.228	3.263	113	87.495	0,13
Almanya	Deutsche Börse	964.923	742	5.830	119.370	4,88
Türkiye	Istanbul SE	105	264	347	26.203	1,32
Güney Afrika	Johannesburg SE	86	392	11	27.574	0,04
İngiltere	London SE Group	5.781	2.864	2.225	185.971	1,2
Lüxemburg	Luxembourg SE	8.229	298	-	12	-
İskandinav Ülkeleri	NASDAQ OMX Nordic Exchange	2.442	771	64	57.112	0,11
Avrupa	NYSE Euronext (Europe)	24.936	1.110	2.331	132.346	1,76
Norveç	Oslo Børs	157	238	61	15.708	0,39
İsviçre	SIX Swiss Exchange	37.611	280	3.625	50.719	7,15
İsrail	Tel Aviv SE	427	583	2.887	4.974	58,04
Polonya	Warsaw SE	206	784	4	5.350	0,08
Avusturya	Wiener Börse	6.119	104	16	2.363	0,68

Alternatif Finansman Yöntemleri



Yazı: Gökhan Şengül

İnsanların gerek ihtiyaçlarını karşılamak gerekse işlerini yürütebilmek için finansman ihtiyacı duydukları inkâr edilemez bir gerçektir. Bu yönüyle insan ne zaman var oldu ise finansman ihtiyacı da o andan itibaren başlamıştır, diyebiliriz. Günümüz dünyasında finansman ihtiyacı daha çok bankalar aracılığıyla karşılanmaktadır.

Biz bu yazımızda faizsiz bankaların/katılım bankalarının fon kullandırma yöntemleri arasında yer alan mudarabe, icare ve istisna işlemlerini kısaca anlatmaya çalışacağız:

Mudaraba

Kısaca emek – sermaye ortaklığı diyebileceğimiz mudaraba, taraflardan birinin (rabbü'l-mâl) koyduğu sermayeyi diğer tarafın (mudarib) emeği ile işletmesi sonucunda elde edilecek kârın paylaşılması üzerine kurulan bir ortaklıktır.

Tarafların genel bir çerçeve anlaşma veya ön mutabakat niteliğinde bir prensip anlaşması uyarınca belirli bir süre boyunca ve belirli bir limit dahilinde emek – sermaye ortaklığı yoluyla finansman sağlamak üzere anlaşarak, bu ön mutabakatı özel ve peş peşe kurulacak emek – sermaye ortaklığı akitleri neticesinde hayata geçirmeleri de mümkündür.

Mudaraba için yapılacak çerçeve anlaşma kapsamında gerçekleştirilecek emek – sermaye ortaklığı projeleri ister süreklilik arz eden dönemsel işlemler olsun isterse birbirinden ayrı muameleler olsun ön mutabakat niteliğindeki bu prensip anlaşmasında aşağıdaki unsurlara yer verilir:

- Finansmanın, kayıtsız / mutlak emek – sermaye ortaklığı veya kayıtlı emek – sermaye ortaklığı yoluyla sağlanması,

- Kâr paylaşım oranlarının belirlenmesi.

Kısaca emek – sermaye ortaklığı diyebileceğimiz mudaraba, taraflardan birinin (rabbü'l-mâl) koyduğu sermayeyi diğer tarafın (mudarib) emeği ile işletmesi sonucunda elde edilecek kârın paylaşılması üzerine kurulan bir ortaklıktır. Mudaraba için yapılacak çerçeve anlaşma kapsamında şu unsurlara yer verilir; a) Finansmanın, kayıtsız / mutlak emek – sermaye ortaklığı veya kayıtlı emek – sermaye ortaklığı yoluyla sağlanması, b) Kâr paylaşım oranlarının belirlenmesi.

Mudaraba ikiye ayrılır: Kayıtsız / mutlak mudaraba ve kayıtlı / mukayyed mudaraba.

Kayıtsız / Mutlak Mudaraba

Sermaye sahibinin, mudaraba işlemlerinin yürütülmesi konusunda herhangi bir kayıt koymaksızın emek sahibi ortağa mutlak yetki verdiği mudaraba çeşididir. Bu bakımdan emek sahibi ortak çok geniş takdir yetkileriyle donatılmış bir şekilde mudaraba işlemlerini yürütür. Çünkü sermaye sahibi onun konuyla ilgili uzmanlığına ve güvenilirliğine itimat etmektedir. Sermaye sahibinin, emek sahibine "uygun gördüğün şekilde işlemleri yapabilirsin!" demesi halinde de mutlak mudarabe söz konusu olur.

Ancak emek sahibi, yetki sınırı ne kadar geniş olursa olsun, aşağıdaki şartlara riayet etmekle yükümlüdür:

• Mudaraba ile güdülen kâr sağlama gayesini gerçekleştirmek üzere tarafların maslahatını gözetmek.

• Mudaraba akdinin konusu olan yatırım faaliyeti alanında geçerli olan örf ve teamüle uygun olarak tasarrufları yürütmek.

Kayıtlı Mudaraba

Sermaye sahibi tarafından ortaklığın yürütüleceği yer veya ortaklık konusu hakkında emek sahibine kayıtlar konularak kurulan mudarabadır. Sermaye sahibi, emek sahibinin iş yapmasını engellemeyecek şekilde uygun gördüğü diğer hususlarda da sınır ve kayıt koyabilir.

Kural olarak şirket sermayesi, nakit olmalıdır. Sermayenin tamamının veya bir kısmının emek sahibine teslim edilmesi gerekir. Oluşacak kârın, ne şekilde paylaştırılacağının tam olarak belirlenmesi gerekir. Kârın belirli bir oranın üzerinde gerçekleşmesi durumunda, tespit edilen oran üzerindeki tutarın ortaklardan birisine ait olmasının kararlaştırılması mümkündür.

Örnek:
1) Bir müşteri bir katılım bankası nezdinde bir katılma hesabı açarak,
- 100 bin dolar sermaye koysa,
- Bu sözleşmeye göre elde edilecek kârın % 70'inin katılım bankasına, % 30'unun da müşteriye ait olacağı kararlaştırılsa,

2) Herhangi bir katılım bankası kendi öz sermayesini veya katılma hesabı ve / veya havuzlarında biriken parayı işletmek amacıyla,
- 500 bin dolar sermaye koysa ve çalışma prensiplerine uygun bir sektörde bilgi ve tecrübesi olan bir şahıs veya kurum ile ortaklık kurma konusunda anlaşsa,
- Bu sözleşmeye göre elde edilecek karın % 70'inin katılım bankasına, % 30'unun da diğer ortağa ait olacağı kararlaştırılsa,

Her iki halde de, taraflar arasındaki bu ortaklığa "mudaraba" adı verilir. Birinci örnekte katılım bankası emek sahibi (mudarib), müşteriler sermayedar iken; ikinci örnekte katılım bankası "sermayedar", diğer ortak ise "mudarib'dir.

Bu ortaklık türüyle ilgili bazı kurallar şunlardır:

1. Kural olarak şirket sermayesi, nakit olmalıdır. Bununla birlikte nakdi olmayan varlıkların nakit değeri belirlendikten sonra sermaye olarak kabul edilmesi de mümkündür. Mudaraba sermayesinin nitelik ve miktar bakımından tam olarak belirlenmiş olması gerekir.

2. Mudaraba sözleşmesinin yürütülebilmesi ve emek sahibinin mudarabayla ilgili işlemleri yapabilmesi için sermayenin tamamının veya bir kısmının emek sahibine teslim edilmesi gerekir.

3. Oluşacak kârın, mudaraba ortakları arasında ne şekilde paylaştırılacağının tam olarak belirlenmesi gerekir. Kâr payı miktarı maktu veya sermayenin belirli bir oranı olarak değil oluşacak kârdan belirli bir oran verilmesi şeklinde tespit edilmelidir.

4. Kârın belirli bir oranın üzerinde gerçekleşmesi durumunda, tespit edilen oran üzerindeki tutarın ortaklardan birisine ait olmasının kararlaştırılması mümkündür. Ancak gerçekleşen kâr, belirlenen oranda veya bu oranın altında olursa kâr paylaşımı daha önce üzerinde anlaşma sağlanan orana göre gerçekleştirilir.

5. Emek – sermaye ortaklığında sermaye kurtarılmadıkça

İstisna akdi peşin ya da vadeli bir bedel mukabilinde bir malın yapılıp / imal edilip teslim edilmesi işlemidir. İstisna sözleşmesi, bizatihi bağlayıcı bir akit olduğu için sözleşme kurulduğu anda hükümlerini doğurur. Bu bakımdan süreç tamamlandıktan sonra yeni bir kabul ile irade beyanlarını yenileyerek akit kurmaya ihtiyaç yoktur.

kârdan söz edilemez. İşlemlerin tasfiyesi anında meydana gelen zararın, kârdan daha fazla olduğu ortaya çıkarsa bu zarar sermayeden karşılanır. Emek sahibi ortak emanet vasfına sahip olduğu için, kastı veya kusuru sabit olmadıkça hiçbir şekilde parasal zarara katlanmaz.

6. Emek – sermaye ortaklığında kâr ve sermaye garantisi yoktur. Bu bakımdan emek sahibi zarar durumunda kural olarak tazminle yükümlü değildir. Ancak emek sahibinin kasdı, kusuru veya sözleşme şartlarına aykırı davranışı söz konusu olursa tazmin yükümlülüğü de doğar. Bu yüzden sermaye sahibi, emek sahibinin kasıt, kusur veya sözleşme şartlarına aykırı davranışı hallerinde doğabilecek zararların tazmini maksadıyla ve sadece bu hallerde kullanılmak üzere emek sahibi ortaktan yeterli derecede ve uygun gördüğü şekilde teminat alabilir.

İstisna

İstisna akdi peşin ya da vadeli bir bedel mukabilinde bir malın yapılıp / imal edilip teslim edilmesi işlemidir. Böylece bir taraf finansman sağlamakta diğer taraf da gelecekte teslim alacağı bir mal için anlaşma yapmış olmaktadır. Örneğin malzeme yükleniciden olmak kaydıyla ayakkabı, elbise, kapı, pencere, bina, gemi, makine vs. üretip teslim etmek üzere peşin ya da veresiye bedelle anlaşma yapmak mümkündür.

Bugün özellikle müteahhit firmalar maket üzerinden peşin ya da vadeli bedelle ev satışı yaptıklarında aslında istisna akdi / eser sözleşmesi yapmakta ve böylece proje için gerekli finansmanı temin etmektedirler.

Müteahhidin inşa ettiği projelerden yer almak isteyen müşterilerin finansmana ihtiyaçlarının olması durumunda Katılım bankaları alt istisna modelini uygulayarak finansman sağlarlar.



Günümüz finansman uygulamalarında alt eser sözleşmesi adı verilen işlem birbirinden bağımsız iki eser sözleşmesi kurulmak suretiyle tamamlanır:

1- Faizsiz finans kuruluşunun müşterisiyle akdettiği eser sözleşmesi. Bu sözleşmede faizsiz finans kuruluşu yüklenici konumunda olur.

2- Faizsiz finans kuruluşunun imalatçılarla veya yüklenicilerle akdettiği eser sözleşmesi. Bu sözleşmede faizsiz finans kuruluşu işveren konumunda olur.

İlk eser sözleşmesi ile alt eser sözleşmesinden doğan hak ve sorumluluklar birbirine bağlı olamaz. Dolayısıyla bu sözleşmelerden birisinde teslimin gerçekleşmemesini sebep göstererek diğer sözleşmeyle ilgili teslim sorumluluğundan kaçınılamayacağı gibi sözleşmelerden birindeki gecikme veya masraf artışı dolayısıyla diğerinde gecikmeye düşmek veya artış yapmak da uygun değildir.

Burada faizsiz finans kuruluşunun kârı, iki sözleşme arasındaki fiyat farkından kaynaklanmaktadır. Genellikle bu sözleşmelerden birincisinin (müşteriyle yapılan) bedeli vadeli, ikincisinin (imalatçı ve yüklenicilerle yapılan) bedeli ise peşin olur.

İstisna sözleşmesi, bizatihi bağlayıcı bir akit olduğu için sözleşme kurulduğu anda hükümlerini doğurur. Bu bakımdan süreç tamamlandıktan sonra yeni bir kabul ile irade beyanlarını yenileyerek akit kurmaya ihtiyaç yoktur. İstisna, bu yönüyle faizsiz finans kuruluşlarının finansman yöntemlerinden biri olan murabaha sözleşmesinden ayrılır. Çünkü satın alma talebinde bulunan müşteriye, ihtiyaç duyduğu malı peşin olarak



alıp vadeli ve karlı olarak satma / murabaha yapma vaadinde bulunan faizsiz finans kuruluşunun sözleşme konusu malı satın alıp mülk edindikten sonra, müşterisiyle karşılıklı icap ve kabulde bulunarak satış sözleşmesi akdetmesi gerekir.

İstisna sözleşmesiyle ilgili bazı kurallar şöyledir:

1. Faizsiz finans kuruluşu, yüklenici / satıcı ile işveren arasında daha önceden kurulmuş bir eser / istisna sözleşmesine (özellikle işverenin yükleniciye ait hak edişleri ödeyemeyecek hale düşmesi durumunda) finansör olarak dahil olamaz. İşe başlanmış olsun veya olmasın bu hüküm değişmez.

2. Daha önce başka bir yüklenici tarafından başlanmış bir işi tamamlamak üzere eser sözleşmesi akdedilebilir. Ancak bu durumda önceki işin mevcut haliyle tam olarak tasfiye edilmesi ve önceki yüklenici ile müşteri arasındaki ilişkinin müşteri hesabına sonlandırılması gerekir. Yani eğer eski işle ilgili olarak müşterinin yükleniciye ödemesi gereken borçları varsa, bu borçlar şahsî bir sorumluluk olarak kalacak ve faizsiz finans kuruluşu önceki borçlarla ilişkisi olmaksızın sadece kalan iş için müşteriyle yeni bir eser sözleşmesi akdedecektir.

3. Eser sözleşmesine "yüklenicinin işini yapmaktan kaçınması veya işi durdurduğu andan itibaren tanınan belirli bir ek süre içinde işini tamamlamaması halinde, işverenin bu işi onun hesabına olmak üzere başka bir yükleniciye yaptırma hakkına sahip olacağı" şartı eklenebilir.

4. İstisna işlemine konu olan üretilecek malın cinsinin, türünün, miktarının, istenen özelliklerinin tam olarak açıklanması; akit bedelinin belirli olması ve vadenin tespit edilmesi gereklidir.

5. Eğer üretilen mal, işverenin şart koştuğu özelliklere uygun olmazsa, işveren bunu kabul edip etmeme konusunda seçimlik hakka / muhayyerlik hakkına sahip olur.

Faizsiz finans kuruluşu, yüklenici / satıcı ile işveren arasında daha önceden kurulmuş bir eser / istisna sözleşmesine – özellikle işverenin yükleniciye ait hak edişleri ödeyemeyecek hale düşmesi durumunda – finansör olarak dahil olamaz. Daha önce başka bir yüklenici tarafından başlanmış bir işi tamamlamak üzere eser sözleşmesi akdedilebilir.

6. İşveren sözleşme konusu malın geç teslim edilmesi dolayısıyla uğradığı zararı tazmin etmek üzere, eser sözleşmesine tarafların üzerinde anlaşmış oldukları bir tutarda ceza ödenmesini şart koşabilir. Burada söz konusu olan para borcu değil bir iş borcu olduğu için ceza alınması mümkündür. Ancak bu gecikme olağanüstü ve beklenmedik hallerden kaynaklanırsa herhangi bir ceza ödenmez.

İcare

İnsanların nakit sıkıntısına düştüklerinde başvurdukları bir başka faizsiz yöntem de kiralamadır. Satın almaya gücümüzün yetmediği mallar kiralanarak kullanılabilir. Böylece malın sahibi olunmadan da ondan istifade etme imkânı bulunmuş olur. Yani kiralamada üzerinde akid yapılan şey malın kullanım hakkıdır (menfaat). Bugün insanlar ev, işyeri, arsa, makine, araba vs. gibi pek çok eşyayı kiralamak suretiyle kullanmaktadır.

Ayrıca herhangi bir işletmede işçi, personel olarak çalışmak veya herhangi bir kuruma eğitim, sağlık, danışmanlık, temizlik, güvenlik ve benzeri hizmetler satmak da bir icare akdidir.

İcare, İslam Hukukunda gerek menkul ve gayrimenkul malların kiralanması akitlerini gerekse iş ve hizmet sözleşmelerini kapsamına alan bir kavramdır. Kira konusu şeyin İslam Hukuku'na göre meşru olması gerekir. Finansal kiralama / leasing işlemleri de icare akdinin hükümlerine tabidir.

Katılım bankası, faizsiz bankacılık ilkelerine uygun olan her türlü kira finansmanı ile hizmet (eğitim, sağlık vs.) finansmanını sağlayabilir. Burada en önemli nokta; müşterinin kiralamak istediği varlığı veya almak istediği hizmeti önce katılım bankasının kiralamış veya satın almış olmasıdır. Katılım bankası kiraladığı veya satın aldığı varlığı ya da almış olduğu hizmeti alt kiralama formülü ile müşterisine devrettiğinde müşterisine finansman sağlamış olacaktır.

Hizmet sözleşmesinde, işçi / hizmetli (ecir) iş için gerekli malzemeleri sağlamaksızın sadece emeği ile hizmet sunmaktadır. Eser sözleşmesinde ise yüklenici iş için gerekli malzemelerle birlikte emeğini de sunmaktadır.

İcare akdiyle ilgili bazı kurallar şöyledir:

1. Kira sözleşmesi, her iki tarafı da bağlayıcı akitler arasında yer alır. Bu yüzden sözleşmeyi akdedenler tek taraflı olarak feshe veya sözleşme maddelerini değiştirmeye yetkili değildir. Sözleşmenin feshi veya değiştirilmesi ancak karşı tarafın onayı ile mümkündür.

2. Kira sözleşmesinin beklenmedik olağanüstü hallerde feshedilmesi mümkündür.

3. Kira süresinin belirlenmiş olması gerekir. Taraflar kira süresinin başlangıcı konusunda herhangi bir tarih üzerinde anlaşmamışlarsa bu süre sözleşme kurulduğu anda başlar.

4. Kiralanan varlığın, kullanıldığında / yararlanıldığında tükenmeyen varlıklardan olması gerekir.

5. Kiracının, kira konusu varlıktan kullanım amaçlarına veya örfe / teamüle uygun olarak yararlanması gerekir.

6. Kira konusu varlığın kullanılabilir durumda / kullanılmaya elverişli halde kalması için zorunlu olan temel / esaslı bakımlardan mülk sahibi sorumludur.

7. Kira sözleşmesinde kira ücretinin nakit, aynî bir mal veya menfaat / hizmet olması mümkündür.

8. Kira ücretinin değişken olması durumunda ilk dönem ücretinin belirli olması gerekir. İlk dönem ücretinin belirli olması şartıyla, sonraki dönemlerin ücretleri, taraflar açısından belirli olan bir endekse bağlanarak, değişken oranlı bir şekilde belirlenebilir.

Kira sözleşmesi, her iki tarafı da bağlayıcı akitler arasında yer alır. Bu yüzden sözleşmeyi akdedenler tek taraflı olarak feshe veya sözleşme maddelerini değiştirmeye yetkili değildir. Kira süresinin belirlenmiş olması gerekir. Kiralanan varlığın, kullanıldığında/ yararlanıldığında tükenmeyen varlıklardan olması gerekir.

Müge Atasoy
SPK Uzmanı

Erdem Köşker
SPK Uzman Yardımcısı

Yatırım Fonlarına İlişkin Bir Değerlendirme



I. Yatırım Fonlarının Yapısı ve İşleyişi

Yatırım fonları, Sermaye Piyasası Kanunu hükümleri uyarınca halktan katılma payları karşılığında toplanan paralarla, pay sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ilkesi ve inançlı mülkiyet esaslarına göre sermaye piyasası araçları, altın ve diğer kıymetli madenler portföyü işletmek amacıyla kurulan mal varlığıdır.

Tüzel kişiliği bulunmamakla birlikte, yatırım fonları "Kurucu", "Yönetici", "Saklayıcı Kuruluşu" ve "Yatırımcılar" olmak üzere dört temel aktör içeren sözleşmeye dayalı bir yapı olarak ele alınabilir.

Kurucu, bir yatırım fonu kurarak bu fona iştiraki sağlayan katılma paylarını halka arz eden ve fonun her türlü işlemlerinden ortaklarına, üçüncü kişilere ve kamu kurum ve kuruluşlarına karşı sorumlu olan kuruluştur. Yatırım fonlarına ilişkin düzenlemeler uyarınca, sadece bankalar, aracı kurumlar, sigorta şirketleri, kanunlarında engel bulunmayan emekli ve yardım sandıkları ile 506 sayılı Kanun'un geçici 20'nci maddesi çerçevesinde kurulmuş olan sandıklar Kurucu olabilmektedir.

Yatırım fonu nedir?

Yatırım fonu, Sermaye Piyasası Kanunu hükümleri uyarınca halktan katılma payları karşılığında toplanan paralarla, pay sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ilkesi ve inançlı mülkiyet esaslarına göre sermaye piyasası araçları, altın ve diğer kıymetli madenler portföyü işletmek amacıyla kurulan mal varlığıdır. Tüzel kişiliği bulunmamakla birlikte, yatırım fonları "Kurucu", "Yönetici", "Saklayıcı Kuruluşu" ve "Yatırımcılar" olmak üzere dört temel aktör içeren sözleşmeye dayalı bir yapı olarak ele alınabilir.

Yatırım fonunun portföyü, kurucu tarafından atanan yetkili bir portföy yöneticisi kuruluş tarafından yönetilir. Kurul'dan portföy yöneticiliği yetki belgesi almış aracı kurumlar ile mevduat kabul etmeyen bankalar ve portföy yönetim şirketleri "Yönetici" olabilmektedir.

Saklayıcı kuruluş ise fonun portföyündeki varlıkların muhafazasından sorumludur. İlgili düzenlemeler uyarınca İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş., İstanbul Altın Borsası ve/veya Kurul'ca yetkilendirilen diğer kuruluşlar saklayıcı olabilmektedir.

Yatırım fonlarına ilişkin temel yönetim ilkeleri ve bu fonların yatırımcılara sunduğu avantajlar aşağıda kısaca açıklanmaktadır:

- **Riskin Dağıtılması:** Yatırım fonları, portföylerine bireylerin kendi imkânları ile oluşturabileceklerine nazaran çok daha fazla sayıda yatırım aracını dahil edebilmekte ve bu suretle de bireylerin kendi imkânları ile sağlayamayacakları ölçüde riskin dağıtılmasına imkân sağlamaktadırlar.

- **Profesyonel Yönetim:** Yatırım fonları çok fazla sayıda kişiden para toplamak suretiyle yüksek miktarlarda portföyler oluşturduklarından, gerekli donanıma ve menkul kıymet piyasalarıyla ilgili uzmanlaşmış elemanlara sahip olabilirler. Bu sayede piyasalarda gözlemlenen hareketlerin ne anlama geldiğini sürekli bir şekilde takip ederek gerekli işlemleri (alım/satım gibi) gerçekleştirirler.

- **Menkul Kıymet Portföyü İşletme:** Yatırım fonları, bazı kısıtlamalar içerisinde nakit ve kıymetli madenlere de yatırım yapabilmekle beraber, temel amaçları menkul kıymet alıp satmak ve alım satımlar arasında oluşan olumlu fark ile bu menkul kıymetlerin kâr payları ve faizlerinden gelir sağlamak olan kuruluşlardır.

Yatırım fonunun portföyü, kurucu tarafından atanan yetkili bir portföy yöneticisi kuruluş tarafından yönetilir. Kurul'dan portföy yöneticiliği yetki belgesi almış aracı kurumlar ile mevduat kabul etmeyen bankalar ve portföy yönetim şirketleri "Yönetici" olabilmektedir. Saklayıcı kuruluş ise fonun portföyündeki varlıkların muhafazasından sorumludur. İlgili düzenlemeler uyarınca İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş., İstanbul Altın Borsası ve/veya Kurul'ca yetkilendirilen diğer kuruluşlar saklayıcı olabilmektedir.

Yatırım fonlarının tip ve türleri nelerdir?

Ülkemizdeki yatırım fonları A-Tipi ve B-Tipi olmak üzere iki tipte kurulabilmektedir. Bunlardan portföy değerinin aylık ağırlıklı ortalama bazda en az % 25'i pay senedinden oluşan fonlar "A-Tipi", diğerleri ise "B-Tipi" yatırım fonları olarak nitelendirilmektedir. İlgili düzenlemeler uyarınca yatırım fonları; Tahvil ve Bono Fonu, Kısa Vadeli Tahvil ve Bono Fonu, Hisse Senedi Fonu, Sektör Fonu, İştirak Fonu, Grup Fonu, Yabancı Menkul Kıymetler Fonu, Kıymetli Madenler Fonu, Altın Fonu, Karma Fon, Likit Fon, Değişken Fon, Endeks Fon, Fon Sepeti Fonu, Garantili Fon, Koruma Amaçlı Fon, Özel Fon ve Serbest Yatırım Fonu olmak üzere 18 farklı türde kurulabilir. Fon türleri, fonun ağırlıklı olarak yatırım yaptığı varlıklara göre belirlenmekle beraber, yatırım stratejisine, portföyün ağırlıklı ortalama vadesine veya diğer kriterlere bağlı olarak da değişkenlik gösterebilmektedir.

- **İnançlı Mülkiyet:** Yatırım fonları inançlı mülkiyet esasına dayanmaktadır. İnançlı mülkiyet esasında fona inançlı olarak fon kurucusu sahiptir. Tasarruf sahipleri ise fonla ilgili muameleleri yapma yetkisini kurucuya verirler. Kurucu, fonu içtüzük çerçevesinde ve tasarruf sahiplerinin haklarını koruyarak yönetmek/yönettirmek zorundadır.

- **Mal Varlığının Korunması:** Fon tüzel kişilik sahibi olmamakla beraber fonun mal varlığı kurucudan ayrıdır. Ayrıca Sermaye Piyasası Kanunu uyarınca, fon malvarlığı rehnedilemez, teminat gösterilemez ve üçüncü kişiler tarafından haczedilemez. Yani fon malvarlığının korunması kanun ile güvence altına alınmıştır.

Fon katılma payları, şirketlerin hisse senetlerine benzemektedir. Ancak, hisse senedi sahipleri şirket yönetimine katılabilirken, katılma payı sahiplerinin fon yönetimine katılma hakları yoktur. Hesap dönemi sonunda ayrıca temettü dağıtımı söz konusu değildir. Fon'da oluşan kâr, katılma paylarının günlük fiyatlarına yansır. Katılma payı sahipleri, paylarını herhangi bir işgünü Fon'a geri sattıklarında, ellerinde tuttukları süre için Fon'da oluşan kârdan paylarını almış olurlar.

Yatırım fonlarına ilişkin temel yönetim ilkeleri nelerdir?

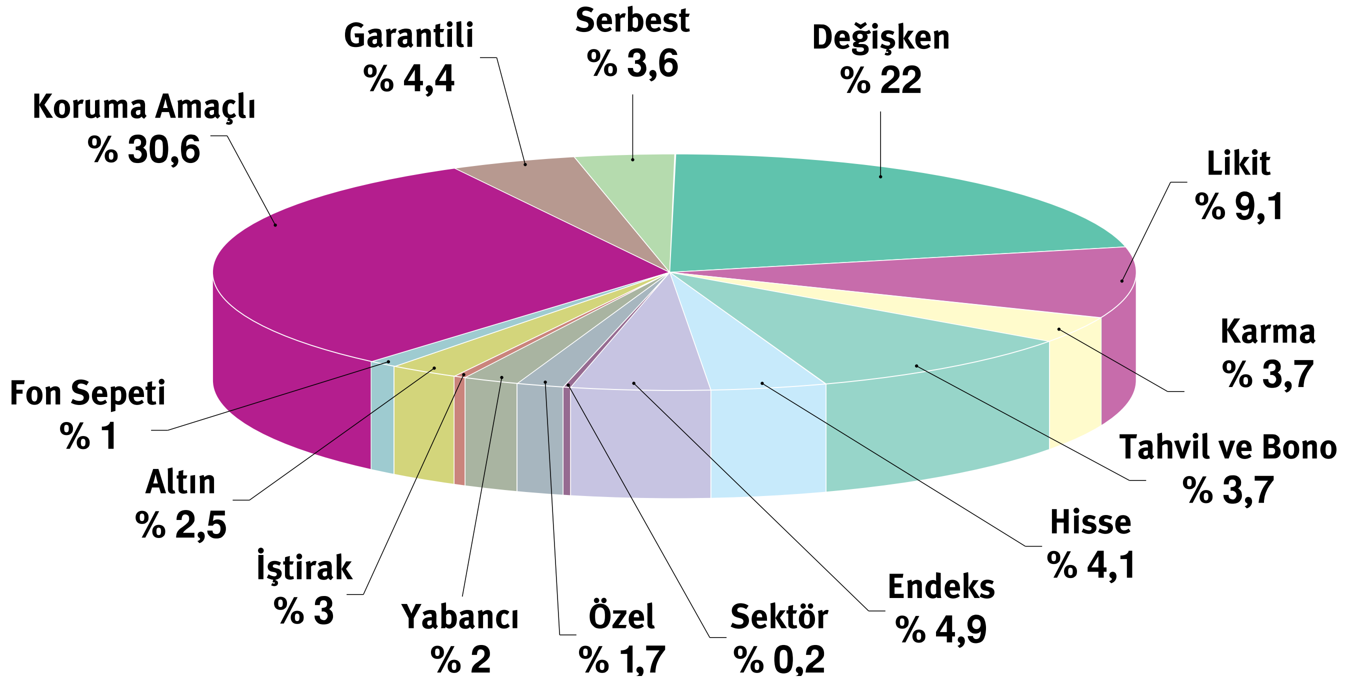
Yatırım fonları, portföylerine, bireylerin kendi imkânları ile oluşturabileceklerine nazaran çok daha fazla sayıda yatırım aracını dahil edebilmekte ve bu suretle de riskin dağıtılmasına imkân sağlamaktadırlar. Çok fazla sayıda kişiden para toplamak suretiyle yüksek miktarlarda portföyler oluşturduklarından da gerekli donanıma ve menkul kıymet piyasalarıyla ilgili uzmanlaşmış elemanlara sahip olabilirler. Temel amaç, menkul kıymet alıp satmak ve alım-satımlar arasında oluşan fark ile bu menkul kıymetlerin kâr payları ve faizlerinden gelir sağlamaktır. Yatırım fonları, inançlı mülkiyet esasına dayanmaktadır. İnançlı mülkiyete esasında fon kurucusu sahiptir. Tasarruf sahipleri ise fonla ilgili muameleleri yapma yetkisini kurucuya verirler. Fon tüzel kişilik sahibi olmamakla beraber fonun mal varlığı kurucudan ayrıdır ve fon malvarlığının korunması kanun ile güvence altına alınmıştır.

2011 yıl sonu itibariyle ise toplam 591 adet fon bulunmakta olup, sektörün toplam değeri yaklaşık 30 milyar TL'dir.

2. Yatırım Fonlarının Tipi ve Türleri

Ülkemizdeki yatırım fonları A-Tipi ve B-Tipi olmak üzere iki tipte kurulabilmektedir. Bunlardan portföy değerinin aylık ağırlıklı ortalama bazda en az % 25'i pay senedinden oluşan fonlar "A-Tipi", diğerleri ise "B-Tipi" yatırım fonları olarak nitelendirilmektedir.

İlgili düzenlemeler uyarınca yatırım fonları; Tahvil ve Bono Fonu, Kısa Vadeli Tahvil ve Bono Fonu, Hisse Senedi Fonu, Sektör Fonu, İştirak Fonu, Grup Fonu, Yabancı Menkul Kıymetler Fonu, Kıymetli Madenler Fonu, Altın Fonu, Karma Fon, Likit Fon, Değişken Fon, Endeks Fon, Fon Sepeti Fonu, Garantili Fon, Koruma Amaçlı Fon, Özel Fon ve Serbest Yatırım Fonu olmak üzere 18 farklı türde kurulabilir. Fon türleri temel olarak, fonun ağırlıklı olarak yatırım yaptığı varlıklara göre belirlenmekle beraber, yatırım stratejisine, portföyün ağırlıklı ortalama vadesine veya diğer kriterlere bağlı olarak da değişkenlik gösterebilmektedir. Örneğin, bir "hisse senedi fonu" portföyünün en az % 51'i hisse senetlerinden oluşur.



Tablo 1- Yatırım Fon Türlerinin Sayısal Dağılımı

Kaynak: SPK

2011 sonu itibarıyla yatırım fonları türlerinin sayısal dağılımı aşağıdaki şekildedir:

3. Yatırım Fonlarının Maliyetleri

Yatırım fonlarında yatırımcı açısından iki temel maliyet unsurundan söz edilebilir. Bunlardan birincisi alım satım nedeniyle yatırımcılardan kesilen komisyonlardır. Ancak bu tür komisyonlar zorunlu değildir. Örneğin, katılma paylarının tasarruf sahipleri tarafından fona geri satımında elde tutma dönemine bağlı olarak komisyon uygulayabilir.

Yatırımcılar açısından katlanılması gereken diğer ana maliyet unsuru ise fonun işletilmesi sırasında fon varlığından yapılan harcamalardır. Bu türdeki maliyetler içerisinde yer alan ve fonun yönetimi dolayısıyla yatırımcılardan tahsil edilen "fon yönetim ücreti" en büyük maliyet unsurudur. SPK tarafından 2010 yılının Ekim ayından bu yana fon yönetim ücretlerine bir üst sınır getirilmiştir. Buna göre, mevcut itibarıyla yönetim ücreti oranları azami olarak likit fonlar için yüz binde üç; kısa vadeli tahvil ve bono fonları, endeks fonlar ile koruma amaçlı ve garantili fonlar için yüz binde altı; diğer fonlar için ise, yüz binde on olarak belirlenmiştir.

4. Yatırım Fonlarına İlişkin Temel Bilgi Kaynakları

Yatırım fonlarının katılma paylarının halka arzı sırasında ve sonrasında yatırımcılar ihtiyaç duydukları bilgileri aşağıdaki belgelerden elde edebilirler.

- **İzahname:** Katılma paylarının halka arzı sırasında hazırlanır. Fonun kurucusu, kurucu ve fonun adresi, fon katılma paylarının alınıp satılacağı yerler, fon yöneticilerinin kimler olduğu, sermaye piyasası alanındaki tecrübeleri, fonun yatırım stratejisi, yatırım sınırlamaları, yaptığı harcamalar, portföy yapısı, ilgili vergi düzenlemeleri vb. temel bilgileri içerir.

- **Sirküler:** Sirküler de izahname gibi katılma paylarının halka arzı sırasında hazırlanır ve fona ait temel bilgileri (fonun kurucusu, kurucu ve fonun adresi, fon katılma paylarının alınıp satılacağı yerler, portföy yapısı vb.) içerir.



Yatırım fonlarının maliyeti nedir?

Yatırım fonlarında yatırımcı açısından iki temel maliyet unsurundan söz edilebilir. Bunlardan birincisi, alım satım nedeniyle yatırımcılardan kesilen komisyonlardır. Ancak bu tür komisyonlar zorunlu değildir. Örneğin, katılma paylarının tasarruf sahipleri tarafından fona geri satımında elde tutma dönemine bağlı olarak komisyon uygulayabilir. Yatırımcılar açısından katlanılması gereken diğer ana maliyet unsuru ise fonun işletilmesi sırasında fon varlığından yapılan harcamalardır. Bu türdeki maliyetler içerisinde yer alan ve fonun yönetimi dolayısıyla yatırımcılardan tahsil edilen "fon yönetim ücreti" en büyük maliyet unsurudur.

- **İçtüzük:** Yatırım fonu katılma payı sahibi ile Kurucu, Saklayıcı ve Yönetici arasında fon portföyünün yönetilmesini ve saklanmasını konu alan sözleşmedir. İçtüzükte fonun adı, adresi, kuruluş amacı, portföy yönetimine ilişkin esaslar, yatırım sınırlamaları, katılma paylarının satışına ve geri satın alınışına ilişkin esaslar vb. bilgiler yer alır.

- **Finansal Tablolar:** Yatırım fonlarının bir önceki dönemle karşılaştırmalı olarak düzenlenmiş bilanço ve gelir tablosu, fon portföy değeri tablosu ve fon toplam değeri tablosu ile bu tablolara ilişkin bağımsız denetçi raporlarını içerir.

- **Aylık Raporlar:** Her ayı takip eden 15 gün içinde, ay içerisindeki menkul kıymet ve katılma payı hareketleri ile fonun geçmiş performansına ilişkin bilgileri içerecek şekilde hazırlanır.

- **SPK Aylık Bülteni:** SPK aylık bülteninde tüm yatırım fonlarının son ay itibariyle portföy yapısı ve aylar itibariyle portföy dağılımı hakkında ayrıntılı bilgiler yer al-



maktadır. Yukarıda açıklananlar dışında internet aracılığıyla Sermaye Piyasası Kurulu'nun www.spk.gov.tr olan web adresinden, tüm yatırım fonlarının pay fiyatları, portföy dağılımları (% olarak), fon toplam değerleri ve yatırımcı sayıları gibi temel bilgiler elde edilebilir.

Yukarıda açıklananlardan fon içtüzüğü, izahname, sirküler, finansal tablolar ve aylık rapor fon kurucusunun/yöneticisinin internet sitesinde oluşturulan sürekli bilgilendirme formlarında yayımlanmakta ve fon payı alım satımı yapılan yerlerde incelemeye açık bulundurulmaktadır. Sürekli bilgilendirme formunda ayrıca yatırımcılara uygulanan komisyonlar, yönetim ücreti, aracı kurumlara ödenen işlem komisyonları ve fonların performansını değerlendirebilmek amacıyla fon karşılaştırma ölçütü getirisi ile fon getirisi aylık dönemler itibariyle karşılaştırmalı olarak sunulmaktadır.

5. Yatırım Fonlarının Sağladığı Avantajlar

5.1. Tasarruf Sahipleri Açısından

Yatırım fonlarının tasarruf sahiplerine sağladığı avantajları aşağıdaki şekilde özetlemek mümkündür:

- Yatırımların profesyonel bir ekip tarafından değerlendirilmesi ve yönetilmesi,
- Farklı araçlara yatırım yapılması suretiyle riskin dağıtılması,
- Küçük tasarruflarla temin edilemeyecek, kazanç potansiyeli yüksek menkul kıymetlere yatırım yapılmasına olanak sağlanması,
- Kolaylıkla paraya çevrilebilmesi,
- Portföye büyük montanlı alım satımlar nedeniyle zaman ve para tasarrufu.

5.2. Ekonomi Açısından

Gelişmiş mali piyasalarda, yatırım fonları yeni kurulan kuruluşların, belediyelerin finansmanında önemli roller oynamakta, hazine bonoları ve tahvillere yatırım yaparak kamu açığının finansmanına önemli katkıda bulunmaktadır. Bu kuruluşlar aynı zamanda, portföylerine aldıkları ipoteğe dayalı menkul kıymetler ile konut ipoteği piyasasında yeni kaynaklar yaratmaktadır. Fonlar bu katkısını küçük tasarrufları bir havuzda toplayarak gerçekleştirmektedirler.

Ülkemizde ise;

- Hisse senedine yatırım yaparak özel sektöre kaynak aktarımına aracılık etmekte,
- Borsa'nın derinleşmesine ve işlem hacminin artmasına yardımcı olmakta,

Fon sahipleri kâra nasıl sahip olurlar?

Fon katılma payları, şirketlerin hisse senetlerine benzemektedir. Ancak, hisse senedi sahipleri şirket yönetimine katılabilirken, katılma payı sahiplerinin fon yönetimine katılma hakları yoktur. Hesap dönemi sonunda ayrıca temettü dağıtımı söz konusu değildir. Fon'da oluşan kâr, katılma paylarının günlük fiyatlarına yansır. Katılma payı sahipleri, paylarını herhangi bir işgünü Fon'a geri sattıklarında, ellerinde tuttukları süre için Fon'da oluşan kârdan paylarını almış olurlar.

• Portföy yönetim faaliyetinin gelişmesine katkıda bulunmakta,

• Deneyimsiz ve küçük tasarruf sahiplerinin birikimlerinin menkul kıymet yatırımlarına dönüşümüne imkân sağlamaktadır.

6. Yatırım Fonlarının Vergilendirilmesi

6.1. Fon Portföy İşletmeciliği Kazançlarının Vergilendirilmesi

6.1.1. Kurumlar Vergisi Düzenlemesi Açısından

Kurumlar Vergisi Kanunu uyarınca, menkul kıymet yatırım fonlarının portföy işletmeciliğinden doğan kazançları kurumlar vergisinden istisnadır.

6.1.2. Gelir Vergisi Düzenlemesi Açısından

Fonların portföy işletmeciliği kazançları, Gelir Vergisi Kanunu uyarınca, A ve B Tipi ayrımı olmaksızın % 0 oranında gelir vergisi stopajına tabidir.

6.2. Katılma Payı Satın Alan Yatırımcıların Vergilendirilmesi

Gelir Vergisi Kanunu uyarınca menkul kıymetler yatırım fonlarının katılma paylarının ilgili olduğu fona iadesi % 10 oranında gelir vergisi stopajına tabidir. Ancak yabancı kurumlarca elde edilenler % 0 oranında gelir vergisi tevfikatına tabidir.

Sürekli olarak portföyünün en az % 51'i İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören hisse senetlerinden oluşan yatırım fonlarının bir yıldan fazla süreyle elde tutulan katılma belgelerinin elden çıkarılmasında Gelir Vergisi Kanunu kapsamında stopaj yapılmaz.

Yatırım fonlarından elde edilen kazançlar için yıllık beyanname verilmez. Ticarî işletmeye dahil olan bu nitelikteki gelirler, bu fıkra kapsamı dışındadır.

Gelişmiş mali piyasalarda, yatırım fonları yeni kurulan kuruluşların, belediyelerin finansmanında önemli roller oynamakta, hazine bonoları ve tahvillere yatırım yaparak kamu açığının finansmanına önemli katkıda bulunmaktadır. Bu kuruluşlar aynı zamanda, portföylerine aldıkları ipoteğe dayalı menkul kıymetler ile konut ipoteği piyasasında yeni kaynaklar yaratmaktadır. Fonlar bu katkısını küçük tasarrufları bir havuzda toplayarak gerçekleştirmektedirler.

Yatırım fonları nasıl vergilendirilir?

Fonların portföy işletmeciliği kazançları, A ve B Tipi ayrımı olmaksızın gelir vergisi stopajından muaftır. Yatırımcılar ise, katılma paylarının ilgili olduğu fona iadesinde % 10 oranında gelir vergisi stopajına tabidir. Ancak yabancı kurumlarca elde edilenler muaftır. Portföyünün en az % 51'i İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'ndaki fonlarının bir yıldan fazla süreyle elde tutulan katılma belgelerinin elden çıkarılmasında gelir vergisi stopajı olmaz. Yatırım fonlarından elde edilen kazançlar için yıllık beyanname verilmez.



Hasan Sarıçiçek
KPMG, Vergi Kıdemli Müdür

Erhan Eren
KPMG, Vergi Müdür Yardımcısı

Foreks İşlemlerde Yeni Dönem ve İşlemlerin Vergilemesi



Ülkemizde son 10 yıllık süreçte finans piyasalarına çeşitlilik ve derinlik katmaya başlamış Foreks işlemleri, yeni düzenlemeler ile birlikte "kaldıraçlı işlemler" şeklinde anılmaktadır. Bu enstrüman hakkında genel bilgiler ile Foreks işlemlerden elde edilen kazançların vergilendirilmesindeki mevzuat değişiklikleri yazımızın konusunu oluşturmaktadır.

İngilizce "Foreign Exchange" kelimelerinin kısaltması olan Foreks, bir ülkenin para biriminin bir başka ülkenin para birimiyle takas edilmesine olanak sağlayan bir ortamdır. Basit bir tabirle bir ülkenin para birimi karşılığında başka bir ülke parasının alımı ya da satımı olarak tanımlanmaktadır. Diğer mali piyasaların aksine Foreks'in bir döviz bürosu gibi belli bir yeri yoktur. Foreks, dünya çapında bir para birimini diğerine dönüştürerek ticaret yapan bir bankalar, şirketler ve bireyler ağıdır.

1. Foreks Piyasaları Nasıl İşlemektedir?

Hafta içi her gün, günde 24 saat, internet erişimi olan her yerden işlem yapılabilen Foreks piyasasında, gelişmiş piyasa takip ekranları ile yatırımları yönetmek kolay bir şekle dönüşmüş ve böylece bu kolaylığı nedeniyle bireysel tasar-

İngilizce "Foreign Exchange" kelimelerinin kısaltması olan Foreks, bir ülkenin para biriminin bir başka ülkenin para birimiyle takas edilmesine olanak sağlayan bir ortamdır. Basit bir tabirle bir ülkenin para birimi karşılığında başka bir ülke parasının alımı ya da satımı olarak tanımlanmaktadır. Diğer mali piyasaların aksine Foreks'in bir döviz bürosu gibi belli bir yeri yoktur. Foreks, dünya çapında bir para birimini diğerine dönüştürerek ticaret yapan bir bankalar, şirketler ve bireyler ağıdır.

Foreks işlemler ne demektir?

İngilizce "Foreign Exchange" kelimelerinin kısaltması olan Foreks, bir ülkenin para biriminin bir başka ülkenin para birimiyle takas edilmesini sağlar. Basit bir tabirle bir ülkenin para birimi karşılığında başka bir ülke parasının alımı ya da satımı olarak tanımlanmaktadır.

rufunu değerlendirmek isteyen farklı yaş ve meslek gruplarından herkesin ilgisini çekebilmektedir. Daha önceden de bahsedildiği üzere temelinde karşılıklı para birimlerinin değişimi yatan bu enstrümanda, kazancın oluşması için tüm dünyadaki gelişmelere ve değişimlere göre meydana gelen olayları göz önünde bulundurarak, değeri artacağı öngörülen para biriminin alınması ile diğer para biriminin satılması yeterli olacaktır.

Buradaki temel kavramlar; bir döviz satın alındığında o dövizde "uzun" pozisyonda kalınması şeklinde ve bir döviz satıldığında "kısa" pozisyonda olunması şeklindedir.

Döviz piyasalarında yatırım yapmak çok kolay ve işleyişi diğer piyasalarda bulunanlardan oldukça farklıdır. Döviz işlemlerindeki simetri sebebiyle, yatırımcı her zaman bir döviz kurunda uzun, diğerinde kısa pozisyondadır. Pozisyon açık olduğu müddetçe, değeri piyasadaki değişim oranıyla bağlantılı olarak dalgalanma gösterecektir. Pozisyonu kapatmak için aynı döviz çiftinde eşit ve zıt işlem yapılması gerekir. Örneğin, EUR/USD lotunda "uzun" kalınmışsa, o pozisyonu EUR/USD lotunda "kısa" kalarak cari fiyatta kapatılabilmektedir. Foreks piyasalarını yatırımcı için cazip kılan bir diğer nokta, kaldıraçlı işlem yapılabilmesidir.

Kaldıraç faktörü; yatırılan nakdin kaç katına kadar işlem yapmak istenildiğini belirlemekle beraber yatırılan nakit sadece teminat olmaktadır. İşlemler kaldıraç etkisi kullanılarak yapılmaktadır. Üstlenilen risk yatırılan teminat tutarı ile sınırlıdır. Örneğin; 100:1 (100 katı) kaldıraç ile: 10.000 Euro almak için 100 Euro bakiye (teminat) yeterli olacaktır.

"Güneş batmayan piyasalar" olarak da yorumlanabilen dövize, mala ve kıymetli madenlere dayalı olarak gerçekleştirilen kaldıraçlı alım satım işlemleri başlangıçta, kurumsal yatırımcılar ve bankalar tarafından yapılmakta iken teknolojik gelişmeler sonucunda internet üzerinden bireysel yatırımcılar tarafından da yapılabilir hale gelmiştir.

Yurtdışı kaynaklı şirketler Türkiye'de acente/temsilcileri vasıtasıyla yatırımcılara cazip imkânlar da sunarak bu piyasada işlem yapmayı teşvik etmekte idi. Ancak bu piyasanın denetimi ile ilgili olarak Şubat 2011 öncesinde yasal bir düzenleme bulunmamaktaydı.

2. Kaldıraçlı İşlemlerle İlgili Düzenlemeler

25.02.2011 tarih ve mükerrer 27857 sayılı *Resmi Gazete*'de yayımlanan "Bazı Alacakların Yeniden Yapılandırılmasına İlişkin 6111 Sayılı Kanun" ile foreks işlemleri hakkında düzenlemeler yapılmıştır. Böylece; bu Kanun ile birlikte;

- Döviz, mal, kıymetli maden ve Sermaye Piyasası Kurulunca (SPK) belirlenecek diğer varlıkların kaldıraçlı alım satımı, alım satıma aracılık ve bu işlemlere yönelik hizmetlerin yerine getirilmesinin sermaye piyasası faaliyeti sayılmakta olduğu,
- Faaliyette bulunacak kurumların Kuruldan izin almalarının zorunlu olduğu,

Foreks piyasaları nasıl işlemektedir?

Buradaki temel kavramlar; bir döviz satın alındığında o dövizde "uzun" pozisyonda kalınması şeklinde ve bir döviz satıldığında "kısa" pozisyonda olunması şeklindedir. Döviz işlemlerindeki simetri sebebiyle, yatırımcı her zaman bir döviz kurunda uzun, diğerinde kısa pozisyondadır. Pozisyon açık olduğu müddetçe, değeri piyasadaki değişim oranıyla bağlantılı olarak dalgalanma gösterecektir. Pozisyonu kapatmak için aynı döviz çiftinde eşit ve zıt işlem yapılması gerekir. Foreks piyasalarını yatırımcı için cazip kılan bir diğer nokta, kaldıraçlı işlem yapılabilmesidir.

Kaldıraç faktörü; yatırılan nakdin kaç katına kadar işlem yapmak istenildiğini belirlemekle beraber yatırılan nakit sadece teminat olmaktadır. Üstlenilen risk yatırılan teminat tutarı ile sınırlıdır. Örneğin; 100:1 (100 katı) kaldıraç ile: 10.000 Euro almak için 100 Euro bakiye (teminat) yeterli olacaktır.

Kaldıraçlı işlemlerle ilgili düzenleme nedir?

31.08.2011 tarihinden itibaren kaldıraçlı alım satım işlemleri yalnızca SPK tarafından yetkilendirilen kuruluşlar tarafından gerçekleştirilebilecektir . Faaliyet esasları bu kapsamda düzenlenmiş olan kurumların; 1) Alım satım aracılığı ve türev araçlarını alım satımına aracılık yetki belgesine sahip olmaları, 2) Bu faaliyet için öngörülen asgari öz sermaye yükümlülüğü yerine getirmiş olmaları,3) Faaliyetin gerçekleştirilebilmesi için gereken niteliklere sahip personeli istihdam etmiş olması, 4) Uygun altyapının sağlanmış olması, gerekmektedir. Diğer bir önemli nokta olarak, Tebliğ'e göre; işlemlerde müşterilere uygulanacak kaldıraç oranı 100:1'i geçemeyecek olup, SPK gerekli gördüğü hallerde bu oranı değiştirebilecektir.

Foreks işlemlerinin bu düzenleme ile sermaye piyasası faaliyeti sayılması sonucunda, Foreks işlemleri SPK'nın denetimine girmiştir.

Akabinde kaldıraçlı işlemlere ilişkin esasları düzenlemek amacı ile 27 Ağustos 2011 tarih ve 28038 sayılı Resmi Gazete ile "Kaldıraçlı Alım Satım İşlemleri ve Bu İşlemleri Gerçekleştirebilecek Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ" yukarıda bahsedilen değişiklik yayımlanmıştır.

Yapılan düzenlemeler çerçevesinde, 31.08.2011 tarihinden itibaren kaldıraçlı alım satım işlemleri yalnızca SPK tarafından yetkilendirilen kuruluşlar tarafından gerçekleştirilebilecektir. Faaliyet esasları bu kapsamda düzenlenmiş olan kurumların;

- Alım satım aracılığı ve türev araçlarını alım satımına aracılık yetki belgesine sahip olmaları,
- Bu faaliyet için öngörülen asgari öz sermaye yükümlülüğü yerine getirmiş olmaları,
- Faaliyetin gerçekleştirilebilmesi için gereken niteliklere sahip personeli istihdam etmiş olması
- Uygun altyapının sağlanmış olması, gerekmektedir.

Diğer bir önemli nokta olarak Tebliğ'e göre; işlemlerde müşterilere uygulanacak kaldıraç oranı 100:1'i geçemeyecek olup, SPK gerekli gördüğü hallerde bu oranı değiştirebilecektir. Kaldıraçlı alım satım işlemlerinde yalnızca % 100'üne kadar nakit olarak Türk Lirası ve konvertibl döviz teminat olarak kabul edilebilecektir. Ayrıca teminatların rehin edilemeyeceği, kullanım amaçları dışında tasarruf edilemeyeceği ve üçüncü kişilere devredilemeyeceği belirtilmiştir.

3. Foreks İşlemlerinin Vergilendirilmesi

Yetki belgesine sahip kuruluşların kaldıraçlı alım satım işleminde kar zarar tutarları gün sonunda açıklanan kotasyonlara göre belirlenmekte ve oluşan sonuca göre tutar teminat tutarına ilave edilmekte veya çekilmektedir. Aracı kurumun kendi pozisyonunda kayıp olmaması için işlemi aynı anda birebir olarak başka bir kurumda riskten korunduğu (*hedge*) görülmektedir. Bu noktada gerek kurum gerekse müşteriler için doğabilecek vergi yükümlülüklerinin ayrı ayrı değerlendirilmesi gerekmektedir.

3.1. Kurumlar Vergisi Açısından Elde Edilen Kazanç

Bilindiği üzere, Gelir Vergisi Kanunu'nun 37. maddesinin 2/5 bendine göre kendi nam ve hesaplarına menkul kıymet alım-satımı ile devamlı olarak uğraşanların bu faaliyetlerinden elde ettikleri kazancın ticari kazanç sayılacağı hüküm altına alınmıştır. Bu kapsamda işlemlerin riskten korunma amacıyla (*hedge*) yapılıp yapılmadığının kurumlar vergisi yönünden sonucu değiştirmeyecek olup, net gelirin kurum kazancına dahil edilmesi gerekecektir.

3.2. BSMV Yönünden

Türev ürünlerin banka ve sigorta muameleleri vergisi (BSMV) yönünden vergilendirilmesine ilişkin açıklamaların bulunduğu 19 Ocak 2012 tarih ve 28178 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan 89 Seri No'lu Gider Vergileri Tebliğinde kaldıraçlı işlemler için açıklamalar yapılmıştır.

Buna göre, kaldıraçlı işlemlere yönelik olarak banka, banker ve sigorta şirketleri tarafından yapılan fiziki teslimatlı döviz alış ve satış işlemleri, kambiyo işlemi olduğundan sıfır oranında BSMV'ye tabi olup, lehe kalan para üzerinden BSMV hesaplanmayacağı belirtilmiştir. Ancak, nitelik itibariyle banka muamele ve hizmetleri kapsamında olduğu kabul edilen Foreks işlemlerinin, dayanak varlıktaki fiyat değişimlerinden fiziki alım satım olmaksızın yararlanmayı amaçladığından (nakdi uzlaşma olduğundan), kambiyo alım satım işlemi olarak değerlendirilemeyeceği belirtilmiştir.

Buna göre,

- Banka ve sigorta şirketlerinin Foreks işlemleri dolayısıyla,
- İlgili kanunlarla yetkilendirilmek veya izin verilmek su-



retiyle 6802 sayılı Kanunun 28'inci maddesinin ikinci fıkrasında belirtilen işlemleri esas iştigal konusu olarak yapan ve banker kapsamında BSMV mükellefi olanların Foreks işlemleri dolayısıyla,

- Yetkili kuruluşlar banker kapsamında BSMV mükellefi olup kendileri veya başkaları hesabına yaptıkları Foreks işlemleri dolayısıyla, lehe aldıkları paraların 6802 sayılı Kanunun 28'inci maddesi uyarınca BSMV'ye tabidir.

Bu noktada, yetkili kurumların Foreks pozisyonları için kendilerini hedge ettikleri, bir başka deyişle müşterinin pozisyonunu kâr ile kapatması halinde yetkili kurumun zarar kaydettiği ve aynı anda yetkili kurumun yurtdışı banka ile tam tersi yönünde alım veya satım yaparak gelir yarattığı görülmektedir. Böyle bir durumda lehe kalan para üzerinden % 5 oranında BSMV hesaplanması gerekmekte olup, müşteri portföyünden yapılacak zarar ile mahsubu da mümkün olmamaktadır. Dolayısıyla, kaldıraçlı işlemlerde BSMV işleyişi gereği yetkili kurum üzerinden vergi maliyetinin kaldırılmadığı görülmektedir. Bu yaklaşımın, Foreks piyasasının gelişmesinin önündeki en büyük engellerden biri olacağı kanısındayız. Bu yüzden türev işlemlerde genel bir vergileme rejimi yerine işlemlerin niteliği de dikkate alınarak işlem bazlı vergileme yaklaşımları riskten korunma (hedging) amaçlı benimsenerek bu tür BSMV uygulamasının olmaması gerektiğini düşünüyoruz.

4. Sonuç

Son yıllarda oldukça talep gören ve yatırımcılar nezdinde hızlı bir kullanım alanı bulan kaldıraçlı işlemlerin gerek 6009 sayılı Kanun ve gerekse de bu Kanun kapsamında SPK'nın düzenlemelerine tabi tutularak işlemlerin ve kurumların çerçevelerinin çizilmesi sermaye piyasalarımız açısından oldukça yararlı olmuştur. Bununla birlikte bu işlemlerin doğası gereği riskten korunma (*hedge*) amaçlı olarak fiziki alım satım olmaksızın kullanılacak olan foreks işlemlerindeki BSMV yüklü foreks piyasanın önündeki en önemli engel olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu çerçevede, İstanbul'un uluslararası bir finans merkezi olmasına yönelik strateji ve eylem planlarında yer alan "finansal ürün çeşitlemesi" önceliği ile vergi düzenlemelerinde yer alan vergileme sorunlarının çözüme kavuşturulmasının uygun olacağı kanaatindeyiz.

Foreks işlemleri nasıl vergilendirilmektedir?

Gelir Vergisi Kanunu'nun 37. maddesinin 2/5 bendine göre kendi nam ve hesaplarına menkul kıymet alım satımı ile devamlı olarak uğraşanların bu faaliyetlerinden elde ettikleri kazancın ticari kazanç sayılacağı hüküm altına alınmıştır. Foreks işlemleri dolayısıyla, yetkili kuruluşlar, banker kapsamında BSMV mükellefi olup, kendileri veya başkaları hesabına yaptıkları Foreks işlemleri dolayısıyla, lehe aldıkları paralar 6802 sayılı Kanunun 28 inci maddesi uyarınca BSMV'ye tabidir. Biz istismara açık olmasından dolayı, türev işlemlerde genel bir vergileme rejimi yerine işlemlerin niteliği de dikkate alınarak işlem bazlı vergileme yaklaşımları riskten korunma (*hedging*) amaçlı benimsenerek bu tür BSMV uygulamasının olmaması gerektiğini düşünüyoruz.

Necdet Şensoy

TCMB
Meclis Üyesi

İslami Kurallara Uygun Finansal Hizmetler Veren Kuruluşların Likidite Sorunları ve IILM[1]



1. İslami Kurallara Uygun Finansal Hizmetler Veren Kuruluşlarda Likidite Sorunları

Ekonomide tasarruf edilebilir geliri olan birimlerin yatırıma dönüştürülebilecek fonlarını, fon ihtiyacı olan kesimlere kanalize etmeye çalışan bankalar, konvensiyonel finansal sistemde, faiz aracını kullanır. Tasarruf sahiplerine verdiği faizi kredi kullananlardan alır.

İslami kurallara uygun finansal sistemde ise; faiz yerine ortaklık veya ticaret konulur:

Ortaklık; Mudarebe (Emek sermaye ortaklığı)
Muşareke (Sermaye ortaklığı)

Ticaret; Murabaha (Vadeli Satış)
İcara (Kira)
İstisna (Siparişe dayalı üretim)
Selem (Üretimden önce satış)

Fon ihtiyacı olanlarla tasarruf sahipleri arasında ortaklık veya ticaret sözleşmeleri yapılarak kâr-zarar veya gelir paylaşımı faizin yerini alır.

Konvensiyonel bankalarda olduğu gibi faizsiz çalışan bankalarda da likidite yönetimi önemli ve hassas bir konudur. Bankalar topladıkları fonları ihtiyacı olanlara kullandırırken, fon sahiplerinin olası çekiş taleplerini göz önüne alarak ellerinde bulunduracakları nakit tutarını dengelemek zorundadırlar.

Günlük veya kısa süreli olarak fon fazlası olan bankalar bulunabileceği gibi fon eksiği olan bankalar da olur. Konvensiyonel sistemde bankalar arası para piyasasında faiz esaslı olarak bu iki kesim birbirine borç vererek sorunlarına çözüm bulurlar. Bunun yanında konvensiyonel bankalar,

1- International Islamic Financial Market (IIFM) , Sukuk Report, İkinci Baskı, Mayıs 2011, s. 3

fon fazlalarını devlet borçlanma senetlerine yatırırarak değerlendirir, likiditeye ihtiyaçları olduğunda da bu kâğıtları merkez bankalarına vererek gecelik veya kısa süreli nakit imkânına kavuşurlar. Bu işlem de faiz esaslıdır.

Konvensiyonel bankalar gibi likidite yönetimi ihiyacı bulunan faizsiz bankaların ellerinde yeterli araçlar bulunmamaktadır. Özellikle merkez bankaları nezdinde likidite sağlamak açısından aynı fırsatlara sahip değillerdir.

Şu an bu kuruluşlar kendi aralarında işlemler yapmaktadırlar, birçok ülkede kâr-zarar ortaklığı çerçevesinde interbank karşılıklı finansman sağlama imkânı şeklinde çalışılmaktadır.

Birkaç ülkede İslami kurallara uygun çalışan bankalar, bankalar arası işlemler için konvansiyonel ve İslâmi karşı taraflarla aralarında özel düzenlemeler tasarlamışlardır.

"Emtia Murabaha Sözleşmesi" veya "Birbirlerinde Telafi Edici Faizsiz Mevduat Tutma" gibi yöntemler kullanılmaktadır. Merkez bankalarından sağlanan kısa vadeli imkânlar faiz esaslı oldukları için faizsiz bankaların likidite yönetimi için merkez bankalarına dayanma oranı düşüktür.

Emtia murabaha işleminde fon fazlası olan banka, genellikle Londra Metal Borsası'ndan altın ve gümüş dışında bir kıymetli metali peşin olarak satın almakta ve bunu vadeli olarak fon ihtiyacı olan faizsiz bankaya satmaktadır. Fona ihtiyacı olan da vadeli aldığı bu metali peşin olarak satarak nakit sağlamakadır. Bu işleme "*tawarruq*" adı verilmektedir. Faizsiz bankaların likidite yönetimi için yeterli finansal araca sahip olmadıkları için başvurulan bu işlem Londra Metal Borsası'na fazladan hacim kazandırmakta, borsaya ve aracı kurumlara ödenen komisyonlar faizsiz bankaların maliyeti olmaktadır.

2.İslami Kurallara Uygun Finansal Hizmetler Veren Kuruluşlar İçin Para Piyasası İhtiyacı

Finansal hizmetler sunulan ortamlar dolaylı ve dolaysız olarak sınıflandırılabilir. Dolaylı finansman bankacılık yoluyla yapılırken, doğrudan finansman, *para piyasaları ve sermaye piyasalarında* olmaktadır. Para piyasalarında kısa vadeli doğrudan finansman için genellikle borcu temsil eden finansal araçlar kullanılmaktadır.

İslami kurallara uygun çalışan finansal kuruluşların (faizsiz bankalar) başarıyla büyümeleri, bu kuruluşların bilançolarında akışkanlığı yönetebilmeleri için sermaye piyasası araçları talep etmelerine yol açtı. Bu amaca ulaşılabilmesi için İslam Konferansı Örgütü'nün Fıkıh Akademisi 1988 yılında Sukuk kavramını meşru kabul etti. Böylece İslamî kurallara uygun çalışmak istediklerinde, konvensiyonel borca dayalı menkul değerlere yatırım yapmaları mümkün olmayan yatırımcıların ve borçlanmak ihtiyacı olan kesimlerin (menkul değer çıkaranlar) ihtiyacı olan çeşitlendirilmiş risk-getiri profillerini karşılayacak alternatif finansman kaynaklarının yolu açılmış oldu.[2]

İslami finansal hizmetler sektöründeki hızlı büyüme, dikkatleri iyi işleyen İslâmi Para Piyasası geliştirilmesi ihtiyacı üzerine çekti.

İslami kurallara uygun çalışan bankaların likidite yönetimleri için yeterli ölçüde para piyasası araçları bulunmaması ve IFSB'ye[3] üye ülkelerde İslami para piyasalarının gelişmemiş olması göz önünde bulundurularak; IFSB Teknik Komitesi Mayıs 2005'te IFSB sekreteryasına bazı görevler verdi.

İslami Kurallara Uygun Çalışan Bankalarda, Bankalar Arası İşlemler Ne Şekilde Olmaktadır?

İslami kurallara uygun çalışan bankalar, bankalar arası işlemler için konvansiyonel ve kendi aralarında özel düzenlemeler tasarlamışlardır. Bunlar; "Emtia Murabaha Sözleşmesi" veya "Birbirlerinde Telafi Edici Faizsiz Mevduat Tutma" yöntemleridir.

Merkez bankalarından sağlanan kısa vadeli imkânlar faiz esaslı oldukları için faizsiz bankaların likidite yönetimi için merkez bankalarına dayanma oranı düşüktür. Emtia murabaha işleminde fon fazlası olan banka, genellikle Londra Metal Borsası'ndan altın ve gümüş dışında bir kıymetli metali peşin olarak satın almakta ve bunu vadeli olarak fon ihtiyacı olan faizsiz bankaya satmaktadır. Fona ihtiyacı olan da vadeli aldığı bu metali peşin olarak satarak nakit sağlamaktadır. Bu işleme "*tawarruq*" adı verilmektedir.

2- International Islamic Financial Market (IIFM), Sukuk Report, İkinci Baskı, Mayıs 2011, s. 3

3-İslamic Financial Services Board, İslami Finansal Hizmetler Kurulu, faaliyetine Mart 2003'te başlayan uluslararası bir standart yapıcı örgüttür. Kurul küresel ihtiyati standartlar ve kılavuz ilkeler yayınlayarak; İslami finansal hizmetler endüstrisinin (bankacılık, sermaye piyasası ve sigortacılık) sağlamlık ve istikrarını geliştirmeyi amaçlar.

Faizsiz Bankaların Sermaye Piyasası Araçlarını Geliştirme Süreci Nasıl Başladı?

Faizsiz bankaların başarıyla büyümeleri, bu kuruluşların bilançolarında akışkanlığı yönetebilmeleri, sermaye piyasası araçları talep etmelerine yol açtı. Bu amaca ulaşılabilmesi için İslam Konferansı Örgütü'nün Fıkıh Akademisi 1988 yılında Sukuk kavramını meşru kabul etti. Böylece, İslami kurallara uygun çalışmak istediklerinde, konvansiyonel borca dayalı menkul değerlere yatırım yapmaları mümkün olmayan yatırımcıların ve borçlanmak ihtiyacı olan kesimlerin (menkul değer çıkaranlar) ihtiyacı olan çeşitlendirilmiş risk-getiri profillerini karşılayacak alternatif finansman kaynaklarının yolu açılmış oldu.

3. Uluslararası İslami Likidite Yönetimi Şirketi

İslami finansal hizmetler sunan kuruluşlar arasındaki uluslararası likidite yönetimini, en az maliyetle ve İslâmi esaslara uygun şekilde kolaylaştırmak amacıyla, Uluslararası İslami Likidite Yönetimi Şirketi (International Islamic Liquidity Management Corporation – IILM) kuruldu. 12 ülkenin merkez bankaları / para otoriteleri ve 2 uluslararası kuruluş tarafından Ekim 2010 da kurulan IILM'in 1 milyar amerikan doları kayıtlı sermayesi bulunmaktadır. Yakın gelecekte önemli tutarda sermaye artırımı yapması da beklenmektedir.

Sermayesi her birinin nominal değeri 1 milyon dolar olan bin adet paya bölünmüştür. 4 ülke 10 ar pay, 6 ülke 5 er pay, 1 uluslar arası kuruluş 5 pay olmak üzere toplam 75 pay sermaye taahhüdünde bulunulmuş ve tamamı ödenmiştir. Böylece toplam 75.000.000 USD sermayeye sahip bulunmaktadır. Malezya Merkez Bankası'nın 510.000 USD bağışı da özkaynakları arasında bulunmaktadır.



Üyeler (ortak) Malezya, Türkiye, Suudi Arabistan, Katar, Kuveyt, Luxemburg, Birleşik Arap Emirlikleri, Mauritius, Endonezya, Nijerya, İran ve Sudan merkez bankaları / para otoriteleri ve Uluslar arası Kuruluş olarak da İslam Kalkınma Bankası ile "İKB- Özel Sektörü Geliştirme Şirketi"dir.

Üyeler (ortak) Malezya, Türkiye, Suudi Arabistan, Katar, Kuveyt, Luxemburg, Birleşik Arap Emirlikleri, Mauritius, Endonezya, Nijerya, İran ve Sudan merkez bankaları / para otoriteleri ve Uluslar arası Kuruluş olarak da İslam Kalkınma Bankası ile "İKB- Özel Sektörü Geliştirme Şirketi"dir.

IILM henüz örgütlenme aşamasındadır. İlk işlemini 2012 yılının ikinci yarısında yapması beklenmektedir.

IILM üyesi (pay sahibi) olan merkez bankaları ve para otoriteleri IILM tarafından çıkarılacak finansal araçların, ilgili ülkenin yasal alanı içinde, likidite yönetimi amacıyla "Geçerli Likit Varlık" olarak tanınmasını kısa vadeli finansman için kabul edilebilir teminat sayılmasını sağlamayı üstlenmişlerdir.

4. IILM'in Sağlayacağı Yararlar ve Çalışma Modeli

IILM, finansal sıkışıklık dönemlerinde İFHSK'ların likidite yönetimini kolaylaştırmak, İslami bankalar arası piyasaların bölgesel ve küresel olarak entegrasyonunu teşvik etmek, düzenli ihraçlarla diğer İslami finansal ürünlerin etkin fiyatlanması için gösterge oluşturmak, yerel İslami bankalar arası piyasaların gelişmesine yardımcı olmak gibi faydalar sağlayacaktır.

IILM'in kullanacağı temel finansal araç, sukuk olacaktır. Çıkaracağı sukukların, AAA kredi notuna sahip olması, herkesin kolayca anlayıp kabul edeceği şekilde olması, küçük hacimlerde ve düzenli ihraç edilmesi, küresel olarak kabul edilmesi ve alınıp satılabilmesi, çeşitli vadelerde olması amaçlanmaktadır.

IILM'in kısa vadeli sukuk ihracında yer alması planlanan taraflar ve kısaca rollerinin aşağıdaki gibi olması planlanmaktadır:

1- Varlık satıcısı, Orijinal Varlık Sahibi (Asset seller/ provider): IILM'in kuracağı SPV'ye (Özel Amaçlı Araç ya da kuruluş), duran ya da finansal varlığını satan, geri kiralayan ve vadesi geldiğinde geri alma taahhüdü veren varlık sahibi, finansman sağlanan taraf.

IILM örneğinde devletler ya da devletin sahip olduğu, garanti verdigi kurum ya da kuruluşlar.

2- Özel Amaçlı Araç ya da Kuruluş (SPV): IILM'in kendisi aracılığı ile varlık satın alacağı ve kısa vadeli sukuk ihraç edeceği, amacı ve riski bu işlemle sınırlı olacak bir kuruluş. Paylarının tamamı IILM'e ait olan bir şirket.

3- Menkul Kıymetleştirmeyi Yöneten (Administrator): Varlık satın alınmasından, kısa vadeli sukuk ihracı ve sonrasıda dahil tüm işlemleri yürütme ve yönetme işlevini ana kuruluş olarak IILM kendisi yapacaktır.

4- İhraç ve ödeme kuruluşu (IPA - Issuance and Paying Agent): IILM ve SPV adına özelikle ilk ihraçlarda ve ihraç sonrası para girişlerinin, ödemesi gelen vadesi dolmus sukuklar için para çıkışlarının doğru ve zamanında yapılmasını temin eden kuruluş, yüksek kredi notuna (rating) sahip bir banka.

5- Euroclear: Menkul kıymeti (sukuk) ihraç etmek için gereken uluslararası seri numarasının üretilmesi, çıkarılacak menkul kıymet (sukuk) kayıtlarının oluşturulması, saklanması, birincil ve ikincil piyasada sukukun hesaplar arası transferinin yapılmasını teminen bir Avrupa topluluğu depo ve takas kurumu olan Euroclear kullanılacaktır.

6- Nostro Hesabı Bankası: IILM/SPV'nin ödeme ve tahsilatlarını gerçeklestireceği banka ya da bankalar.

7-Piyasa Yapıcısı (Primary Dealer): Kısa vadeli sukukları birincil piyasada satın alıp, ikincil piyasada alış-satış kotasyonuna girmek, alış-satışını yapmak yükümlülüğünü alan banka ya da aracı kuruluş. Türkiye'den iki katılım bankası bu işlevi yüklenmiş bulunmaktadırlar.

8- Likidite Veren Kuruluş (Liquidity Line Provider): Vadesi gelen sukukların geri ödemesinde piyasaların çalışmaması ya da önceden tanımlanmış başka bir nedenden dolayı ortaya çıkabilecek bir geri ödeme problemini önlemek amaciyla IILM'e ya da SPV'ye likidite sağlamayı taahhüt eden kurum ya da kuruluşlar.

IILM, finansal sıkışıklık dönemlerinde İFHSK'ların likidite yönetimini kolaylaştırmak, İslami bankalar arası piyasaların bölgesel ve küresel olarak entegrasyonunu teşvik etmek, düzenli ihraçlarla diğer İslami finansal ürünlerin etkin fiyatlanması için gösterge oluşturmak, yerel İslami bankalar arası piyasaların gelişmesine yardımcı olmak gibi faydalar sağlayacaktır.

Uluslararası İslami Likidite Yönetimi Şirketi Ne Zaman Kuruldu?

İslami Finansal Hizmetler Sunan Kuruluşlar arasındaki uluslararası likidite yönetimini, en az maliyetle ve İslami esaslara uygun şekilde kolaylaştırmak amacıyla, Uluslararası İslâmi Likidite Yönetimi Şirketi (International Islamic Liquidity Management Corporation – IILM) kuruldu. 12 ülkenin merkez bankaları / para otoriteleri ve 2 uluslararası kuruluş tarafından Ekim 2010'da kurulan IILM'in 1 milyar dolar kayıtlı sermayesi bulunmaktadır. Üyeler (Ortak) Malezya, Türkiye, Suudi Arabistan, Katar, Kuveyt, Lüksemburg, Birleşik Arap Emirlikleri, Mauritius, Endonezya, Nijerya, İran ve Sudan merkez bankaları / para otoriteleri ve uluslararası kuruluş olarak da İslam Kalkınma Bankası ile "İKB - Özel Sektörü Geliştirme Şirketi"dir. IILM henüz örgütlenme aşamasındadır. İlk işlemini 2012 ikinci yarısında yapması beklenmektedir.

9- Yatırımcı (Investor): Yatırım amacı ya da likidite yönetimi amacıyla ihraç edilen kısa vadeli sukuku satın alan, alıp-satan kişi ya da kurumlar.

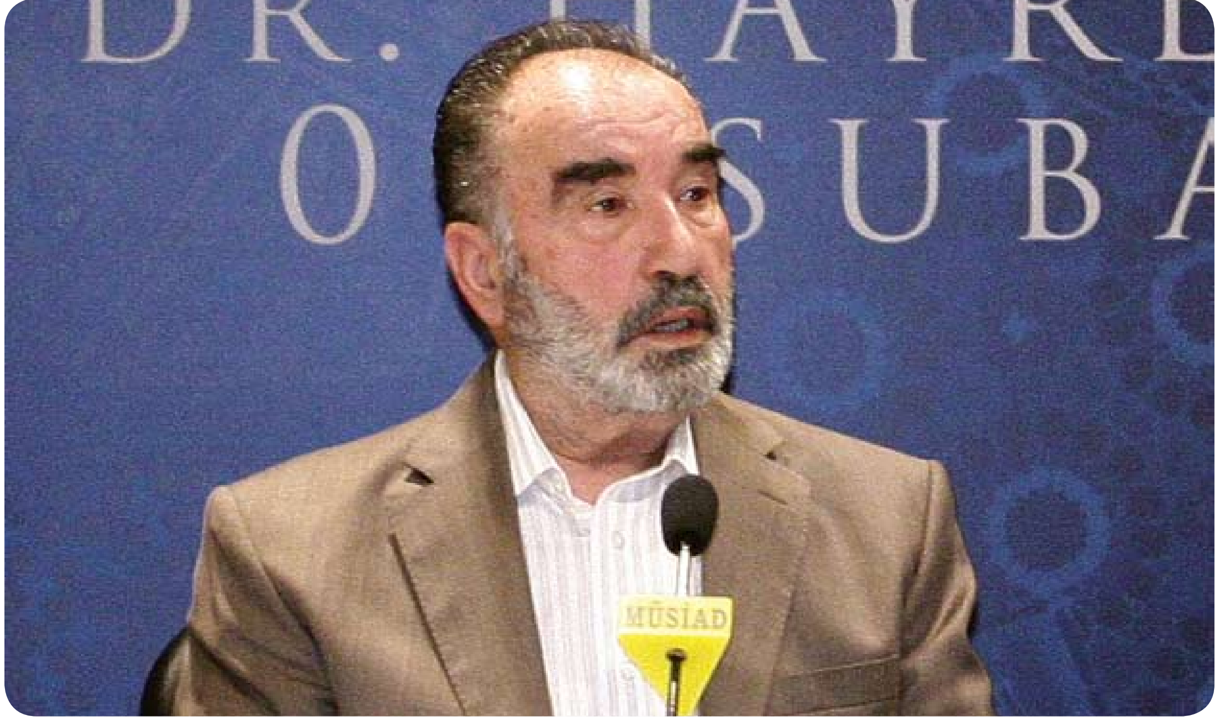
5. Sonuç

Özellikle finansal krizden sonra tüm dünyada dikkat çeken ve yaygınlaşan İslami finans sektörü için hassasiyetlerine uygun para piyasası araçları geliştirilmektedir. Finansal kuruluşların sağlıklı likidite yönetimi yapabilmeleri finansal istikrar açısından da çok önemlidir.

TCMB için fiyat istikrarının yanı sıra finansal istikrarın sağlanması ve korunması da önemlidir. Ülkemizde faaliyet gösteren "Katılım Bankaları"nın likidite yönetiminin güçlendirilmesi için de faizsiz araçların oluşturulması ihtiyacı TCMB tarafından görülmüş ve gerekenler yapılmaktadır.

TCMB, IFSB'ye üyedir. IILM'e de paydaş olarak katılmış ve yönetiminde de rol almıştır. Katılım bankaları Hazine'nin çıkardığı Gelir Ortaklığı Senetlerini teminat olarak verip likidite sağlayabilmektedirler.

Hayrettin Karaman ile Söyleşi
"Günah ve vebal varsa spekülatörlere aittir"



Söyleşi: Serkan Yüksel

Ortaklık modeli olarak karşımıza çıkan halka arz ile hisse satışı yöntemi konusunda görüşleriniz nelerdir?

Bir şirketin, malvarlığını değerlendirip (para olarak ifade edip) parçalara ayırarak her bir parçasını (temsil eden hisse senedini) bir şahsa satarak onu şirkete –kârda ve zararda– ortak etmesi meşrudur ve İslam ekonomisinin faize alternatif olarak sunduğu sermaye toplama, işi büyütme, rekabeti güçlendirme vb. aracıdır.

Bireysel ve kurumsal birikim ve varlıkların değerlendirilmesi için hisse senedi satın alınması konusunda ne düşünüyorsunuz?

Sermayesini kendisi nemalandırmayan veya buna imkânı bulunmayan hakiki ve tüzel şahısların birikimlerini değerlendirmek/nemalandırmak için başvuracakları en uygun araç "hisse senedi" almak veya başka şekillerde şirketlere ortak olmaktır. Aranan şart, hisse senedinin ait olduğu şirketin/işletmenin yaptığı işin meşru (helal) olmasıdır.

Borsada spekülatif faaliyetlerin gerçekleştirilmesi, o borsada işlem yapılma meşruiyetini etkiler mi?

Semt pazarına gidip o gün etiketlerde ne yazıyorsa o fiyattan alışveriş yapıyorsunuz. Bu fiyatların belirlenmesinde birçok meşru veya gayr-i meşru el (mesela pazara mal arzını sınırlamak vb. şekillerde) devreye girebiliyor. Bunlar

Semt pazarına gidip o gün etiketlerde ne yazıyorsa o fiyattan alışveriş yapıyorsunuz. Bu fiyatların belirlenmesinde birçok meşru veya gayr-i meşru el (mesela pazara mal arzını sınırlamak vb. şekillerde) devreye girebiliyor. Bunlar yapılıyor diye pazardan alım-satım gayr-i meşru olmaz. Günah ve vebal spekülatörlere aittir.

yapılıyor diye pazardan alım-satım gayr-i meşru olmaz. Günah ve vebal spekülatörlere aittir.

Borsada şirketlerin kârı ile hisse bedeli doğru orantılı olmayabiliyor. Mesela şirket kâr ederken hisseleri değer kaybediyor. Bu durumu analiz edebilir misiniz? Bu duruma İslam hukuku açısından nasıl bakılabilir?

Piyasaya arz edilmiş hisse senedinin bir özelliği de, ait olduğu şirketin mal varlığı, kârı-zararı, performansı dışında (bazen bunlardan bağımsız olarak) değer kazanması ve kaybetmesidir. Aslında mal varlığını temsil eden, ama kâğıt olarak alınıp satılabilen bu senetlerin piyasa fiyatı esastır; alım satım bunun üzerinden yapılır. Biz zekâta tabi mal olarak da hisse senetlerinin piyasa değerini esas alıyoruz.

Alacakların menkul kıymetleştirilmesi hususunda İslam hukuku açısından çekinceler nelerdir?

“Alacakların menkul kıymetleştirilmesi” demek, alacağı olan kimsenin bu alacağını, bedelini peşin alarak bir başkasına –satım yoluyla– devretmesi demektir. Eğer sorudan maksat bu ise “Alacağın temliki” konusuna giren bu işlem başta “zimmette olan bir şeyin (alacağın) başkasına teslimi mümkün olamayacağı” gerekçesine dayanılarak Hanefi mezhebinde caiz görülmemişti. Ancak yirminci asrın başlarında, ticari ve iktisadi hayatın, alacağın temlikini zaruri kılması sebebiyle bu mesele tekrar münakaşa konusu edilmiş ve bazı Hanefi fıkıh âlimleri cevazı istikametinde fikir yürütmüşlerdir. Bunlara göre hem ticari hayat zaruri kıldığı, hem de örf-ü âdet haline geldiği için poliçe ve emre yazılı senetlerin ciro edilmesi suretiyle alacağın temliki tartışmasız olarak caizdir. Senetsiz ve cirosuz temlik ise –hem buna ihtiyaç bulunmadığı, hem de teamül haline gelmediği için– caiz değildir; şartlar değişirse bunun da caiz olacağı şüphesizdir. Bugün ise şartlar değişmiştir, senetlerin teslimi “alacağın teslimi” yerine ikâme edilebilir ve teamül de oluşmuştur.

Şirketlerin varlıklarını menkulleştirilmesi ve menkul ihracı ile finansman sağlaması yöntemine İslam hukuku açısından nasıl bir bakış açısı getirirsiniz?

Piyasaya arz edilmiş hisse senedinin bir özelliği de, ait olduğu şirketin mal varlığı, kârı-zararı, performansı dışında (bazen bunlardan bağımsız olarak) değer kazanması ve kaybetmesidir. Aslında mal varlığını temsil eden, ama kâğıt olarak alınıp satılabilen bu senetlerin piyasa fiyatı esastır; alım satım bunun üzerinden yapılır. Biz zekâta tabi mal olarak da hisse senetlerinin piyasa değerini esas alıyoruz.

“Şirketlerin varlıklarını menkulleştirilmesi ve menkul ihracı ile finansman sağlaması” demek, bu malvarlıklarını parçalara ayırıp her birini bir senet ile temsil ederek satmak demektir. Burada senet, bir çeşit tapu gibidir. Bu senedi alanlar şirketin malvarlığına, senetteki miktar kadar ortak olurlar. Bu mallar bir şirket tarafından nemalandırılırsa senet sahipleri bu nemayı da alırlar.

Sukuk (kira gelirine dayalı menkul kıymet) ihracı uygulamalarında dikkat edilmesi gereken hususlar konusunda görüşleriniz nelerdir?

Bu konu başka ülkelerden de gelen âlimler meclisinde tartışıldı ve meşru olduğu tespit edildi. Bir kimse dükkânını bir başkasına satar, sonra da ondan dükkânı kiralayabilir. Bu işlemde alım, satım, kiralama gibi akitlerin ciddi ve gerçek olması gerekir.

Menkul ve gayrimenkul mallar açısından mal bankaya satılıp teslim edilmediği halde (kısa elden –hükmen– teslim) malların son tüketiciye direk ulaşmasında İslam anlayışı açısından bir sorun var mıdır? Hangi koşullarda sorun olabilir?

Eski zamanlarda malın, mal cinsine göre tesliminin şekli ve şartları vardı; bunlar yapılmadığında, kayıt sistemi ya hiç olmadığı veya yeterli olmadığı için haklar zayi olabilirdi. Şimdi alım ve satım sağlam, inkârı kabil olmayan kayıtlara bağlanıyor. Bu kayıtlar (alan ve satan adına yapılan senetler, faturalar, sözleşmeler, imzalı yazılar…) gerçekleşince, teati edilince teslim ve tesellüm de gerçekleşmiş sayılır.

“Şirketlerin varlıklarını menkulleştirilmesi ve menkul ihracı ile finansman sağlaması” demek, bu malvarlıklarını parçalara ayırıp her birini bir senet ile temsil ederek satmak demektir. Burada senet, bir çeşit tapu gibidir. Bu senedi alanlar şirketin malvarlığına, senetteki miktar kadar ortak olurlar. Bu mallar bir şirket tarafından nemalandırılırsa senet sahipleri bu nemayı da alırlar.

Katılım bankası, daha sonra malı kendisinden vadeli olarak satın alacak olan şahsa vekâlet veriyor. Vekil malı ayıplı olarak almamakla yükümlüdür. Eğer ayıplı olarak aldıysa banka ondan bu ayıbı tazmin etmesini talep hakkın sahiptir. Bu malı vekil kendine satın alınca ayıbı da –vekil olarak yüklendiği sorumluluk sebebiyle– yüklenecektir.

Özellikle katılım bankaları ticarette maldan kaynaklanan riskleri (ayıplı ifa) üstlenmiyor. Malı katılım bankasının müşterisi buluyor, malı satıcısından doğrudan teslim alıyor. Ancak, teorik olarak malı satıcı bankaya peşin satıyor, banka da bu malı vadeli olarak müşteriye satıyor. Malı müşteriye satan katılım bankası olduğu halde, malın kusurundan (ayıplı ifa) banka sorumlu olmamaktadır. Vadeli satış esasları açısından bu durumu nasıl değerlendirebiliriz?

Katılım bankası, daha sonra malı kendisinden vadeli olarak satın alacak olan şahsa vekâlet veriyor. Vekil malı ayıplı olarak almamakla yükümlüdür. Eğer ayıplı olarak aldıysa banka ondan bu ayıbı tazmin etmesini talep hakkın sahiptir. Bu malı vekil kendine satın alınca ayıbı da –vekil olarak yüklendiği sorumluluk sebebiyle– yüklenecektir.

Dünya üzerinde finansman maliyetleri bilindiği halde, sair bankalara kıyasla, katılım bankalarının, katılım payı olarak daha yüksek oran alması konusunda görüşleriniz nelerdir? Sistemde hakkaniyet açısından bir sorun var mıdır? Hassasiyetlerin satın alınması şeklinde bir yaklaşım mıdır?

"Katılım bankalarının, katılım payı olarak daha yüksek oran alması" ifadesinden maksat, mesela vadeli satımda yüksek vade farkı koyması mıdır? Eğer böyle ise bakılır; satılan mal, piyasa rayicine göre fahiş fiyatla satılmış ise (fazlalık bu ölçüde ise) bu fazlalık helal olmaz. Rayiç fiyat, bir malın piyasadaki en üst bedel sınırını aşan fiyattır.

Osmanlı döneminde uygulanan para vakıfları ile günümüz finans kurumları arasındaki fonksiyonları itibari ile benzerlik var mıdır, bunların mukayesesinde neler dikkatinizi çekmektedir?

Para vakıflarının asıl amacı faizsiz ödünç para (karz-ı hasen) vermektir. Katılım bankaları ise ticari şirketlerdir, vakıf değildir, amaçları meşru ticaret ile para kazanmaktır. Bugün uygulamada bulunmamakla beraber bu bankalara şöyle bir fonksiyon yüklenebilir: Elinde parası olup acilen buna ihtiyacı da bulunmayan kimseler bu paraları, bankanın açacağı "karz-ı hasen" fonuna yatırırlar. Banka bu fondan, ihtiyaç sahiplerine –gerekli teminatı alarak– faizsiz ödünç para verir. Parayı yatıran ihtiyaç duyduğunda derhal parasını alır. Ancak bu fonda biriken tortu önemli ölçüde iş görür.

Leasing ve katılım bankaları temerrüt halinde uyguladıkları süreç, bazı açılardan diğer bankalar ile aynıdır. Bu durumda genellikle, doğrudan nakit icra takibi olarak karşımıza çıkıyor. Halbuki ticari açıdan baktığımızda bedeli ödenmemiş malın iade edilmesi nadiren kullanılıyor. Malın sahibi banka ise malla ilgilenmesi gerekirken malın parasal karşılığı ile ilgileniyor. Bu durum hakkında görüşleriniz nelerdir?

Katılım bankası iki türlü kiralama yapabilir: a) Malı alır ve isteyene (ileride malik olmak üzere değil) sözleşme süresince kiraya verir. Bu durumda kiracının temerrüdü, kira bedeli ile ilgilidir ve banka tabii olarak paranın peşine düşecektir. b) Mesela dört yıl hitamında kira konusu malın, önceden yapılan satım sözleşmesi gereği kiracının mülkü

Katılım bankası iki türlü kiralama yapabilir: a) Malı alır ve isteyene (ileride malik olmak üzere değil) sözleşme süresince kiraya verir. Bu durumda kiracının temerrüdü, kira bedeli ile ilgilidir ve banka tabii olarak paranın peşine düşecektir. b) Mesela dört yıl hitamında kira konusu malın, önceden yapılan satım sözleşmesi gereği kiracının mülkü olması şartıyla malı kiraya verir. Bu ikinci durumda eğer kiracı kira bedelini ödememiş ise bedel talep dilecektir. Hem kirayı ödemiyor hem de malı almaktan vazgeçiyor veya aynı zamanda malın bedeli olan meblağı ödemiyorsa bu takdirde bankanın malı geri alması –başta yapılan satma ve satın alma sözleşmesine/taahhüdüne– aykırıdır ve bankanın zararına olur. Banka taahhüdün yerine getirilmesi için başta/sözleşmede konan müeyyideyi işletir.



olması şartıyla malı kiraya verir. Bu ikinci durumda eğer kiracı kira bedelini ödememiş ise bedel talep dilecektir. Hem kirayı ödemiyor hem de malı almaktan vazgeçiyor veya aynı zamanda malın bedeli olan meblağı ödemiyorsa bu takdirde bankanın malı geri alması –başta yapılan satma ve satın alma sözleşmesine/taahhüdüne– aykırıdır ve bankanın zararına olur. Banka taahhüdün yerine getirilmesi için başta/sözleşmede konan müeyyideyi işletir.

Kredi kartıyla yapılan satışlarda mal bankaya girmeden belli bir kâr payı oranıyla taksitlendirilmesi caiz midir?

Kredi kartıyla alım satımlar da murabaha esasına göre yapılmaktadır. Banka kredi kartı verdiği şahsı, banka adına mal alıp satmaya vekil kılıyor. Vekil malı satın alıyor, sonra da kendine ya peşin (hesap kesiminde bankaya ödeme yapmak üzere) veya vadeli (taksitle) satın alıyor. Kararını bankaya bildirince banka, kart hamilinin talebine göre işlem yapıyor (ya kârsız peşin satmış oluyor veya vade farkıyla vadeli/taksitli satıyor.)

Kredi kartıyla yapılan harcamalarda, kart sahibi kart borcunu ödemeyince doğrudan katılım payı alınması uygulamasına bakışınız nedir?

İslam bankacılığında borcunu ödemeyenler ikiye ayrılır: a) Ödeme gücü olmadığı için ödemeyenler; bunlardan hem fark alınmaz, hem de alacağın aslını tahsil konusunda kolaylık gösterilir. b) Ödeme gücü bulunduğu halde kendi menfaatini tercih ederek ödemeden imtina eden borçlular. Bu borçlular zulmediyorlar, haksız menfaat sağlıyorlar; zulmün engellenmesi gerekiyor. Bu sebeple İslam bankalarının şer'î heyetleri, ertelemenin sebep olduğu zararın, kâr kaybının alınmasını, ama yoksullara dağıtılmasını tavsiye ediyorlar.

Vadesi gelmiş borçlarını ödeme imkânları bulunduğu halde ödemeyenlerin durumu katılım bankalarının yumuşak

İslam bankacılığında borcunu ödemeyenler ikiye ayrılır: a) Ödeme gücü olmadığı için ödemeyenler; bunlardan hem fark alınmaz, hem de alacağın aslını tahsil konusunda kolaylık gösterilir. b) Ödeme gücü bulunduğu halde kendi menfaatini tercih ederek ödemeden imtina eden borçlular. Bu borçlular zulmediyorlar, haksız menfaat sağlıyorlar; zulmün engellenmesi gerekiyor.



Bir sermaye şirketi kurulurken ortaklardan birine belli bir miktar kâr taahhüt edilemez. Kâr ve zarara ortaklık, "zararın sermaye oranına, kârın ise sözleşmede öngörülen orana göre" paylaşılması ile gerçekleşir. "Kârın veya zararın yüzde şu kadarı" denecek yerde, ortaklardan birine "sana yılda şu kadar para" diyerek şirket kurmak caiz olmaz. Şirket ortaklarına "beklenen kazanç" açıklanabilir, ama açıklanan gerçekleşmezse açıklayanın tazmin sorumluluğu olamaz.

karnı ve önemli bir problemidir. Temerrüdün bedelini almasalar zulme, suiistimale kapı açıyorlar ve zora düşüyorlar, alsalar "faiz aldınız" diye itham ediliyorlar. Kanaatime göre imkânı bulunduğu halde menfaatini tercih ederek borcunu ödemeyi geciktiren kimseden mutlaka bu temerrüdün bedeli alınmalıdır. Bunun fakirlere mi dağıtılacağı yoksa vade listesi üzerinden daha başta anlaşmaya, akdi buna göre yapmaya dayanarak vade farkı olarak alınıp katılım hesabı sahiplerine mi verileceği tartışmaya açık bir konudur.

Vadeli işlemlerde (özellikle de ileride elde edilecek mahsul vs mallarda) ürün teslimi ve risk paylaşılması konusunda görüşleriniz nelerdir?

Bir malı satan, sözleşmedeki şartlara uygun olarak onu veya misli mallarda mislini (onun gibi olanı) teslim etmek mecburiyetindedir. Eğer beklenen ürün bir sebeple elde edilemezse hüküm nedir? Bu sorunun cevabında farklı içtihatlar vardır:

Bazı zirai mahsuller henüz toplanacak, hasat edilecek hale gelmeden alınıp satılır. Bu durumda satın alınmış bir mahsul, ya tabii bir afet yahut da insanların fiili ile zarara uğrar, eksilir ve bozulursa satın alan, eksilme ölçüsünde bedelden tenzil yapma, bedeli indirme hakkına sahip midir?

Bu konuyu tartışan müctehidler ittifak edememiş, Hanefî ve Şâfiîler satın alana bedeli indirme hakkı tanımamışlar, Mâlikî ve Hanbelîler ise bu hakkı geniş ölçüde tanımışlardır. İkinci görüşün dayanağı, böyle durumlardan bahsederken Rasûlullah'ın (s.a.v.), "Allah meyveyi vermezse kardeşinin parasını ne karşılığında alacaksın?" buyurması-

dır. Ayrıca meyve toplanıncaya kadar ona bakmak ve onu korumak satıcının borcudur, meyve zarar görürse bir ölçüde zarara katlanmak da onun borcu olmalıdır.

Zirai mahsulde meydana gelen zararın, toplanacak hale gelmeden önce olması ile sonra olması, keza tabiî afetler sonucu olması ile insanların fiili sonucu olması, yukarıdaki neticeye tesir etmekte, bazı müctehidlere göre toplamayı geciktirme ve zararın beşerî fiil sonucu olması bedel tenzilini önlemektedir.

Şirketin (projesi, yaptığı sözleşme vs. nedeniyle) öngördüğü gelecek dönem nakit akışlarını teminat göstererek finansör ile belirlenen bir oranda proje/şirket ortaklığına girmesi caiz midir? Getirisi belli olmayan projeden belirli getiri veya hisse üzerinde anlaşılmasında sıkıntı var mıdır?

Bir sermaye şirketi kurulurken ortaklardan birine belli bir miktar kâr taahhüt edilemez. Kâr ve zarara ortaklık, "zararın sermaye oranına, kârın ise sözleşmede öngörülen orana göre" paylaşılması ile gerçekleşir. "Kârın veya zararın yüzde şu kadarı" denecek yerde, ortaklardan birine "sana yılda şu kadar para" diyerek şirket kurmak caiz olmaz. Şirket ortaklarına "beklenen kazanç" açıklanabilir, ama açıklanan gerçekleşmezse açıklayanın tazmin sorumluluğu olamaz.

Emtia piyasalarında (altın, gümüş, bakır, domates, vs.) vadeli satış ve ödeme/iade zamanının değişim aracı (para birimi, mal cinsi, vs.) konusunda caiz olmayan ya da şüphe doğurabilecek konular nelerdir? Emtia piyasalarında alınıp satılan kâğıtların karşılığında gerçekten bir mal bulunmaması veya var olan maldan daha fazla değer ve kıymette evrak bulunması menkul kıymete konu edilmiş malın ticaretinin fiilen gerçekleşmemesi durumunda işlemler caiz olur mu? (Örnek: Londra Metal Borsası)

Emtia piyasasından mal alınıp satılacaksa bunun ciddi, gerçek alım-satım olması gerekir. Alınan mal, ödenen de para veya aralarında faiz cereyan etmeyen mal cinsinden bedel olacaktır. Mesela altın ile altın, para ile para, buğday ile buğday… vadeli olarak alınıp satılamaz. Emtianın gerçek (piyasasındaki) bedeli ne ise –fahiş fiyat olmadan– alım-satım bu fiyatla yapılacak, bedel ile mal arasında gerçek-ticari denge bulunacaktır.

Kredi kartları ile taksitli/vadeli fiyattan alınan malın peşin fiyattan tekrar aynı satıcıya ya da bir başkasına satılması caiz midir? Bu işlem altın ve gümüş gibi likit bir kamusal para/mal ile yapılır ise durum değişir mi?

Bu alım satımın, mala olan ihtiyaç değil, paraya olan ihtiyaç sebebiyle olduğu açıktır. Paraya ihtiyacı olan şahıs malı vadeli ve pahalı alıp, ucuz ve peşin satarak muhtaç olduğu parayı temin etmekte, ama sonunda zarara uğramaktadır. Alınan malın yine satana satılması ise durumu daha şaibeli hale getirmekte, görünüşte bir alım satım varsa da maksadın kâr (faiz) ile ödünç para vermek olduğu anlaşılmaktadır. Bunu, paraya ihtiyacı olan ve başka çaresi de bulunmayan şahıs yapabilir, ama bu yoldan kazanç sağlayan vebalden kurtulamaz.

Altın, gümüş gibi metallerin vade farkı alınarak para ile satışı caiz midir? Altın, gümüş gibi metallerin finans kurumlarının tahakkuk ettirdiği kredi kartı komisyonu müşteriden alınarak vadeli satışı caiz midir? Altın, gümüş veya nakde kolay çevrilebilen malların kredi kartı kullanılarak vadeli satılması ile alıcının bu yöntemle altın alıp bozdurarak nakde çevirmesi söz konusu olduğunda bu durumun sakıncaları nelerdir?

Gümüş para (nakit) niteliğini kaybetmiş ve meta haline gelmiştir. Bunun para ile peşin ve vadeli alınıp satılması caizdir. Gümüş ile gümüş, altın ile altın vadeli alınıp satılamaz. Altın ile gümüş de vadeli olarak birbiri ile takas edilemez.

Altın –aksini düşünenler bulunmakla beraber– hâlâ para (nakit) niteliğini korumaktadır. Para niteliğini koruyan altın, para ile de vadeli alınıp satılamaz.

Gümüş para (nakit) niteliğini kaybetmiş ve meta haline gelmiştir. Bunun para ile peşin ve vadeli alınıp satılması caizdir. Gümüş ile gümüş, altın ile altın vadeli alınıp satılamaz. Altın ile gümüş de vadeli olarak birbiri ile takas edilemez. Altın –aksini düşünenler bulunmakla beraber– hâlâ para (nakit) niteliğini korumaktadır. Para niteliğini koruyan altın, para ile de vadeli alınıp satılamaz.

Yatırım Aracı Olarak Altın



Yazı: Asuman Kaplan

Faiz prensibinin geçerli olduğu bir ekonomik düzende insanların alım gücünde azalmaya sebep olan enflasyona karşı faizli bir enstrüman kullanmadan sağlanabilecek en etkin koruma yöntemlerinden biri de, altın ve diğer kıymetli madenlere yatırım yapmaktır. Küresel kriz sonrası artan likidite ve dolayısıyla sonrasında oluşabilecek enflasyonist beklentilerin olumsuz etkilerinden korunmak isteyen ve aynı zamanda faizden kaçınmak isteyen yatırımcılar özellikle altına ayrı bir önem vermektedir. Altının diğer para birimleri gibi herhangi bir ülkenin yükümlülüğünün altında olmaması ve bu sebeple iflas riski gibi bir risk taşımaması, bir yatırım aracı olmanın yanında, altına 'güvenli liman' özelliği de katmaktadır. Dünya çapında da bu özelliği ile her zaman enflasyona ve piyasalardaki güvensizliğe karşı bir koruma aracı olarak tercih edilmektedir.

Altının diğer para birimleri gibi herhangi bir ülkenin yükümlülüğünün altında olmaması ve bu sebeple iflas riski gibi bir risk taşımaması, bir yatırım aracı olmanın yanında, altına 'güvenli liman' özelliği de katmaktadır. Dünya çapında da bu özelliği ile her zaman enflasyona ve piyasalardaki güvensizliğe karşı bir koruma aracı olarak tercih edilmektedir.

Kriz dönemi boyunca (2008-2012 yılları arası) altın, TL bazında yıllık yaklaşık olarak % 30 (nominal) oranında getiri sağlamış ve daha önceki yıllarda kazandırmasa dahi yatırımcısına enflasyona karşı koruma sağlamıştır. Sayılan tüm bu olumlu özellikleri sebebiyle altın ülkemizde geçmişte olmadığı kadar yüksek oranda talep görmüştür. Rakam vermek gerekirse, Dünya Altın Konseyi'nin Şubat 2012'de açıkladığı rapora göre Türkiye, 2011 yılı istatistiklerinde altına olan talep sıralamasında, Hindistan, Çin, Amerika ve Almanya'dan sonra 144 ton ile dünyada 4'üncü sırada yer almaktadır. Üstelik sıralamada Türkiye'nin üzerinde bulunan ülkelerin nüfusu dikkate alındığında kişi başı altın talebi rakamları ülkemizi dünya sıralamasında daha da yukarı taşımaktadır. Dolayısıyla, Türkiye'nin yastık altı altın stokunun açıklandığı gibi 3 bin ila 5 bin ton olması, yıllar boyunca süregelen bu kuvvetli talebin sonucu olarak mümkün görünmektedir.

Bu talebin ayrıntılarına baktığımızda Türkiye'deki altın yatırımının fiziki altın üzerine yoğunlaştığını görmekteyiz. Son zamanlara kadar bu ciddi yatırım miktarının önemli bir kısmı ziynet ve mücevher olarak talep edilmekteydi. Bu talep ise Türkiye'de, bankacılık ve diğer sermaye piyasası kurumlarının dışında kalan ve ülke çapında yaygın bir şekilde hizmet veren

kuyumcular ve döviz büroları tarafından karşılanmaktaydı. Dolayısıyla yatırımcılar altına erişimi, gerek altın ithalinin yasak olduğu dönemde (1980'li yıllara kadar) gerekse de daha sonraları TCMB'nin tekel konumu ile altın ithalini yapmaya başladığı dönemde sermaye piyasalarının dışındaki yollarla sağlayabiliyorlardı. Bu süreç, 1995 yılında İstanbul Altın Borsası'nın kurulmasıyla kayıt altına alınmaya çalışıldı. Fakat borsanın etkin olarak faaliyete geçmesinin zaman alması ve alışılmış düzenin değişmesinin zorluğu, altına yapılan yatırımın yastık altı ve ekonominin faydalanamadığı bir kaynak olarak kalmasına sebep oldu. Bunun bir sonucu olarak önemli bir ekonomik fayda sağlanabilecek bu potansiyel yıllar boyunca ekonominin dışında kalmaya devam etti ve birçok düzenleyici otorite değişimine rağmen bu kaynağın ekonomiye kazandırılması konusunda önemli bir adım atılmadı.

Klasik bankacılık sisteminde ise tüm bu süre boyunca altın bankacılığı göz ardı edilmiştir. Bu ihmalin sebepleri arasında, bankaların altın konusunda döviz büroları ve kuyumcular gibi etkin hizmet verememesi ve yüksek faiz ortamında borçlanma araçlarının (devlet veya özel sektöre ait) sunduğu cazip getiriler sebebiyle fonların bu alanlara yönlendirilmesi gösterilebilir. Bu şartlar altında doğal olarak, 2008 yılının ikinci yarısına kadar bankalar bünyesinde tutulan kıymetli maden miktarı en fazla 300 milyon TL'lik bir büyüklüğe ulaşabilmiştir.

Dünya Altın Konseyi'nin Şubat 2012'de açıkladığı rapora göre Türkiye, 2011 yılı istatistiklerinde altına olan talep sıralamasında, Hindistan, Çin, Amerika ve Almanya'dan sonra 144 ton ile dünyada 4'üncü sırada yer almaktadır. Üstelik sıralamada Türkiye'nin üzerinde bulunan ülkelerin nüfusu dikkate alındığında kişi başı altın talebi rakamları ülkemizi dünya sıralamasında daha da yukarı taşımaktadır.

Görüldüğü gibi Türkiye ekonomisinin liberalleşme süreci olgunlaşana kadar, altına yatırım ekonomik sistemin dışında kalmış ve ülkemizin sürdürdüğü kalkınmada kullanılabilecek alternatif bir kaynaktan yoksun kalınmıştır.

Altına Yatırım Aracı Olarak Altın Depo Hesapları

Bankalar nezdinde açılabilen kıymetli maden depo hesapları, müşterilere altın, gümüş ve platin gibi kıymetli madenlere yatırım imkânı sağlayan hesap türüdür. Bu hesaplar vadesiz ve vadeli olarak da açılabilmektedir. En temel avantajları ise:

- Saklama riski olmadan yatırım imkânı,
- İnternet ve telefon bankacılığı gibi uzaktan erişim imkânı ile altın alım/satım imkânı ve
- Her bir gerçek kişi için açılmış olan Altın Depo Hesabının 50.000 TL'ye kadar (Bankacılık Kanunu 63. madde kapsamında) kısmı sigorta kapsamında olması,
- Altın alım satım işlemlerinde komisyon ve masraf ödenmemesi, vergi kesintisinin olmaması,
- Hesaplardaki altını saf altın karşılığı olacağından işçilik maliyetinden kaçınmak olarak sayılabilir.



Yukarıda belirtilen avantajlar aynı zamanda altın depo hesaplarının yastık altı olarak tabir edilen altına yatırım şeklinden farklarını da ortaya koymaktadır. Bu avantajlara ek olarak altın depo hesapları yukarıda da belirtildiği gibi vadeli ve vadesiz olarak açılabilmektedir. Aşağıda ilk olarak vadesiz altın depo hesapları hakkında bilgilendirme yapılmasının ardından, konumuz altına yatırımın faizden

Katılım bankaları altını üretim faaliyetlerinde değerlendirebilen kuyumculuk sektörü firmalarına nakit teminat karşılığı kullandırarak, bloke tutulan nakit teminatın katılım bankacılığı prensiplerine göre değerlendirilmesi sonucu oluşan getiriyi hesap sahibi ile paylaşır.

kaçınan kesim açısından değerlendirilmesi olduğu için vadeli hesapların mevduat bankalarında açılabilen türü hakkında kısa bir bilgi verilecek sonrasında ise katılım bankalarında açılabilen vadeli altın depo hesabı üzerinde durulacaktır.

Vadesiz altın depo hesabının işleyişi, mevduat ve katılım bankalarında fark göstermemektedir. Bu türden açılan hesaplardaki altınların saflığı genel uygulamada 1000/1000 saflıkta altın olmaktadır. Ancak, fiyatlar belirlenirken fiziki teslimat saflığı olan 995/1000 saflıkta altın fiyatlaması da yapılmaktadır. Yatırımcı döviz veya TL karşılığında denk gelen gram kadar altın alıp satabilmektedir. Bu hesaplarda bulunan altının değeri, dünya piyasalarında işlem gören altın fiyatlarının hareketleri ile doğru orantılı olarak değer kazanır veya değer kaybeder. Dolayısıyla hesabında altın bulunduran yatırımcı altın fiyatının değişiminden ayrı olarak değer kaybı veya değer kazancı yaşamaz. Vadesiz altın depo hesabı açılan bankanın fiziki teslimat yapması bu bankanın tercih edilme sebebi olabilir.

Vadeli altın depo hesaplarında ise hesaplardaki altının değer kazancının yanında, anapara üzerinden getiri elde edilmektedir. Mevduat bankalarında açılan vadeli altın depo hesaplarındaki bu getiri faiz özelliği taşımaktadır. Bu hesaplarda elde edilen altınlar mevduat bankaları tarafından finansal piyasalarda değerlendirilerek (bazı finansal araçlarla altını para birimleriyle değiştirmek gibi) getirisini yatırımcı ile paylaşılır.



Katılım bankalarında ise işleyiş farklıdır. Kendi danışma kurullarından aldıkları onaylı faaliyetleriyle katılım bankaları vadeli altın depo hesabı sonucu getirilerini paylaşmaktadır. Bu faaliyetleri şu şekilde açıklayabiliriz;

Katılım bankaları altını üretim faaliyetlerinde değerlendirebilen kuyumculuk sektörü firmalarına nakit teminat karşılığı kullandırarak, bloke tutulan nakit teminatın katılım bankacılığı prensiplerine göre değerlendirilmesi sonucu oluşan getiriyi hesap sahibi ile paylaşır.

Diğer bir getiri kaynağı ise, son zamanlarda TCMB'nin başlattığı uygulama ile bankaların altın depo hesapları için ayrı olmak üzere TL ve döviz mevduatlar için Merkez Bankası'nda tutması gereken zorunlu karşılığı altın olarak tutabilme imkânıdır. Bu sayede bankaların serbest kalan TL veya döviz meblağlarını değerlendirmesi sonucu elde ettikleri getiri mevduat bankaları tarafından faiz olarak, katılım bankaları tarafından da yine prensipleri gereği değerlendirilmesi sonucu katılım payı olarak dağıtılmaktadır.

Bu imkânın en çok fayda sağladığı taraflardan biri de Katılım bankaları olmuştur. Müşterile-

rine sunabileceği faizsiz ürün yelpazesinin dar olması, altın ve diğer kıymetli madenlerin katılım bankaları tarafından bir yatırım aracı olarak müşterilerine sunulmasını cazip hale getirmiştir. 2011 yılı başında BDDK rakamlarına göre 50 ton civarında olan kıymetli maden mevduatı aynı yıl sonunda 150 tona kadar çıkmıştır. Bu rakamın % 25'i katılım bankalarındadır ve bu rakam yaklaşık olarak 3,6 milyar TL'ye tekabül etmektedir.

Bu kullanım kolaylığının getirdiği avantajlar katılım bankalarını bu alanda yeni ürünler geliştirmeye yöneltmiştir. Bunlardan birisi de yastık altı olarak adlandırılan birikimin banka şubelerine getirilerek altın depo hesabına çevrilebilmesidir. Bu sayede yatırımcı altının güvenle saklayıp istediği an bozdurabilecek veya birikimini bankada değerlendirerek bu kaynağın ekonomide etkin olarak kullanabilmesine imkân sağlayacaktır.

Yastık altı altın yatırımının ekonomiye kazandırılmak istenmesinin arkasındaki en önemli sebep ülkemizde son günlerde daha da öne çıkan cari açık ve bu cari açığın doğmasının temel nedenlerinden biri olan tasarruf oranı yetersizliğidir. Ülkemizin tasarruf oranının GSYH'nin % 20'sinden 2011 yılı için % 12 gibi tarihi düşük seviyelere gerilemesi yurtiçi kaynakların daha etkin kullanılmasının önemini arttırmıştır.

Altın depo hesaplarında gözle görülür artış düzenleyici otoritelerin de dikkatini çekmiş ve bu konuda bazı çalışmalar yapılmıştır. Bahsedilen çalışmanın edinilen taslağına göre ziynet veya takı formunda altın birikimi olan yatırımcı bu altınları yetkili kuyumcuya götürerek saf altın cinsinden altın miktarını belirten bir sertifika alacak ve bu sertifikayla altın depo hesabı açacaktır. Kuyumcular ise rafineriler aracılığı ile bu altını standart külçelere çevirerek bankalara yatırılmasını sağlayacak bu işlem sonunda kuyumcular da bir miktar komisyon alacaktır. Henüz ayrıntıları kesinleşmeyen bu sistemin uygulanabilirliği net olmasa da bu konuda atılmış bir adım olarak önem taşımaktadır



Özetlemek gerekirse, bahsedilen tüm bu bilgiler sonucu yastık altı altının ekonomimiz için önemli bir potansiyel kaynak oluşturduğu açıktır. Bu altınların fiziki olması sebebiyle ekonomiye kazandırılması için adım atması gereken düzenleyici otoriteler ve sermaye piyasası kuruluşlarıdır. Altın depo hesaplarının işlevselliğinin arttırılması ve müşterilere daha etkin hizmet verilmesi sisteme daha çok kaynak çekecektir. Yatırımcılar açısından ise kendi kaynaklarından beslenen bir ekonomi herkesin ortak paydası olduğundan ortaya çıkacak fayda tüm çevrelerin yararına olacaktır.

Yastık altı altın yatırımının ekonomiye kazandırılmak istenmesinin arkasındaki en önemli sebep ülkemizde son günlerde daha da öne çıkan cari açık ve bu cari açığın doğmasının temel nedenlerinden biri olan tasarruf oranı yetersizliğidir. Ülkemizin tasarruf oranının GSYH'nin % 20'sinden 2011 yılı için % 12 gibi tarihi düşük seviyelere gerilemesi yurtiçi kaynakların daha etkin kullanılmasının önemini arttırmıştır.